# les avantages et les coûts des différentes options monétaires d'une petite économie ouverte:

# un cadre analytique

Bernard Fortin

Gouvernement du Québec
**Ministère des Affaires intergouvernementales**

104-00825/

# les avantages et les coûts des différentes options monétaires d'une petite économie ouverte: un cadre analytique

*préparé pour le compte du*
*ministère des affaires intergouvernementales du québec*

par: Bernard Fortin
Département d'économique
Université Laval

JUIN 1978

Le texte n'engage que la
responsabilité de l'auteur.

© Éditeur officiel du Québec, 1978
Tous droits de traduction et d'adaptation, en totalité ou en partie, réservés pour tous pays. Toute reproduction pour fins commerciales, par procédé mécanique ou électronique, y compris la microreproduction, est interdite sans l'autorisation écrite de l'Éditeur officiel du Québec

Dépôt légal – 3e trimestre 1978
Bibliothèque nationale du Québec
ISBN 0-7754-3221-0

# *les avantages et les coûts des différentes options monétaires d'une petite économie ouverte: un cadre analytique*

**Note biographique de l'auteur:**

Bachelier en sciences économiques et complétant un doctorat en sciences économiques à l'Université de Berkeley, l'auteur a été professeur assistant en économique à l'Université Laval. Il a effectué plusieurs travaux de recherche parallèles à ses études, notamment sur les sources de croissance économique et sur l'assurance-chômage au Canada. Il a publié plusieurs ouvrages en économique dans des publications connues telles que l'Actualité économique, l'Annuaire du Québec, Relations industrielles. Egalement, l'auteur a présenté des travaux à différents colloques tenus principalement au Département d'économique de l'Université Laval et au Congrès de l'Association des économistes québécois.

**Remerciements**

*Je tiens à remercier Gérard Bélanger, Bernard Decalume, Pierre Fortin, Jeannine Lamonde, Lloyd Paquin et Henri-Paul Rousseau pour leur précieux commentaires. Je remercie de plus Denis Gagnon pour son travail d'assistance exceptionnel. Je demeure cependant le seul responsable des erreurs qui ont pu subsister dans ce texte.*

Bernard Fortin
Québec

Juin 1978

# Table des matières

page

Chapitre I : Introduction: La problématique

1.1 Les options monétaires d'une petite économie ouverte 1

1.2 Le concept de zone monétaire optimale 4

1.3 Les limites de l'approche des zones monétaires optimales 7

1.4 Rôle microéconomique et macroéconomique de la monnaie 8

1.5 Enoncé des propositions soutenues dans l'étude 9

Chapitre II : Rôle de la monnaie comme institution sociale et degré d'intégration monétaire 12

2.1 Les fonctions sociales de la monnaie 12

2.1.1 Monnaie comme intermédiaire d'échange 12

2.1.2 Monnaie comme unité de compte 14

2.1.3 Monnaie comme actif 14

2.2 Fonctions sociales de la monnaie et avantages de l'union monétaire pure 15

2.2.1 Etude générale des coûts associés à la multiplication de monnaies 15

2.2.2 Etude particulière des coûts d'incertitude et de risque: le risque de change et le risque de prix 16

2.2.3 Multiplication des monnaies et segmentation des marchés 19

2.3 Union monétaire pure et pseudo-union monétaire 20

2.3.1 Similitudes entre union monétaire pure et pseudo-union monétaire 20

2.3.2 Différences entre union monétaire pure et pseudo-union monétaire 23

2.4 Pseudo-union monétaire et taux de change flottant 25

...ii

page

2.5 Caractéristiques économiques et politiques du pays et importance des coûts sociaux des monnaies distinctes 27

2.5.1 Les facteurs de long terme de la détermination du taux de change 30

2.5.2 Les facteurs de court terme de la détermination du taux de change 30

2.5.2.a) Le rôle de la spéculation 31

2.5.2.b) Le rôle de la confiance 33

2.5.2.c) Le rôle des différentes vitesses d'ajustement sur les marchés 35

2.5.2.d) La nature des choix politiques 41

2.6 Conclusions du chapitre: compétitivité entre les monnaies 43

Chapitre III : Rôle de la monnaie dans la détermination du revenu national et degré d'intégration monétaire 45

3.1 Monnaie comme source de revenu 45

3.1.1 Le concept et l'importance de la taxe par l'inflation 45

3.1.2 Economie ouverte et taxe par l'inflation 47

3.2 Monnaie et stabilisation discrétionnaire 49

3.2.1 La relation entre l'inflation et le chômage 49

3.2.1.a) L'étude de long terme 49

3.2.1.b) L'étude de court terme 50

3.2.2 Politique monétaire en taux de change fixe et flottant 51

3.2.2.a) Politique monétaire à long terme 51

3.2.2.b) Politique monétaire à court terme 53

3.2.3 Politique fiscale et lutte contre le chômage 57

3.3 Monnaie et stabilisation automatique 59

Conclusion: souveraineté politique et souveraineté monétaire 64

## I- Introduction: La problématique

Cette étude a pour but de présenter un cadre conceptuel permettant de dégager des éléments de solution aux problèmes monétaires qui se poseraient à une petite économie ouverte, advenant son accession à la souveraineté politique. Appliquée au Québec, ce cadre théorique a pour but de porter un éclairage analytique sur le degré d'intégration monétaire optimal d'un Québec souverain. Une telle analyse implique une étude des coûts et des avantages des différents niveaux possibles d'intégration (ou de non-intégration) monétaire du Québec avec le reste du Canada[1]. Notre analyse relève donc essentiellement de l'économie normative. Elle implique cependant l'étude positive des comportements des individus selon différentes formes d'intégration monétaire.

### 1.1 Les options monétaires d'une petite économie ouverte

Il existe, en fait, un vaste éventail d'options monétaires susceptibles d'être considérées par une petite économie ouverte. Pour fin d'illustration, nous présentons quatre des options les plus caractéristiques de cet éventail que nous appliquerons directement au cas québécois.

1. Monnaie commune avec le Canada hors Québec avec ou sans participation du Québec à la politique monétaire des deux pays. C'est l'option de l'union monétaire pure.

2. Monnaie québécoise avec taux de change déclaré officiellement et irrévocablement fixe en terme du dollar canadien. On qualifie souvent cette option de "pseudo-union monétaire". Ainsi, depuis 1922, l'Irlande forme avec l'Angleterre une pseudo-union monétaire.

(1) En fait, on élargira la question à l'étude de l'intégration du Québec avec d'autres pays tels que les Etats-Unis. Il est clair cependant que ces possibilités impliquent l'utilisation pour le Québec d'une monnaie autre que la monnaie canadienne. Par conséquent, l'étude de l'intégration monétaire avec le Canada hors Québec doit en quelque sorte précéder celle de l'intégration à d'autres pays.

.../2

3. Monnaie québécoise avec taux de change déclaré officiellement fixe (en dollars canadiens) avec une certaine marge de variation du taux de change autour de la parité et avec possibilité de dépréciation ou d'appréciation. C'est l'option de taux de change fixe "ajustable".

4. Monnaie québécoise avec taux de change flottant vis-à-vis le Canada. On parlera de flottement administré si les autorités gouvernementales québécoises interviennent de façon directe (sur le marché du change) ou indirecte (par la politique monétaire ou fiscale) dans le but précis de faire évoluer le taux de change dans une direction jugée appropriée, mais inconnue du public. Sinon, on parlera de flottement pur.

On doit remarquer que ces quatre options ont été ordonnées en partant du niveau d'intégration monétaire le plus élevé (option 1) jusqu'au niveau d'autonomie le plus complet (option 4). Cette dernière option, bien qu'elle donne la marge de manoeuvre la plus étendue à la banque centrale québécoise(i.e. elle n'implique aucune déclaration "officielle" de sa part), n'implique pas nécessairement la présence dans l'économie québécoise d'un taux de change instable. Il ne le sera que dans la mesure où les forces fondamentales de l'offre et de la demande (incluant la politique économique gouvernementale) déterminant la valeur d'équilibre à court et à long terme du taux de change seront, elles aussi, instables.

Sans pousser plus loin l'analyse, on peut d'ores et déjà être tenté d'affirmer que l'option la plus autonomiste est nécessairement la meilleure pour un Québec doté d'une monnaie distincte. En effet, la quatrième option donne à la banque centrale québécoise toute discrétion dans la détermination du taux de change. Elle semble donc inclure les autres options (excluant l'option 1) comme cas particuliers: la banque peut en effet décider de fixer la valeur du taux de change,

.../3

de permettre une variation de celui-ci selon certaines règles ou encore de le laisser carrément flotter sans aucune intervention.

En réponse préliminaire à cet argument, on doit faire remarquer d'abord (et on le verra clairement, plus loin) que le niveau et la composition des échanges économiques extérieurs d'un pays dépendent de façon non négligeable des anticipations et de l'incertitude des échangistes vis-à-vis la valeur future du taux de change de la monnaie. Les options 2 et 3 impliquent certaines règles de conduite officielles et connues du public de la part de la banque centrale du pays. En autant que celles-ci imposent véritablement une discipline aux autorités monétaires (ceci sera plus vraisemblable si ces règles sont introduites explicitement dans la loi), elles pourront influencer le degré d'incertitude des individus par rapport à la valeur future de la monnaie et donc affecter les échanges. En second lieu, nous verrons qu'il peut être dans l'intérêt du Québec et du reste du Canada comme groupe de s'imposer officiellement des règles de conduite sur le plan monétaire afin de restreindre le comportement individuel de chaque banque centrale.

Au fond, il se pose deux questions fondamentales pour le Québec, en ce qui concerne son autonomie monétaire vis-à-vis le Canada hors Québec. La première porte sur l'adoption ou non d'une monnaie québécoise. La seconde porte sur le degré de flexibilité optimal de notre taux de change, advenant l'adoption d'une monnaie au Québec. A propos de cette dernière question, on verra plus loin que le degré d'autonomie de la politique monétaire d'un pays s'avère intimement lié au degré de flexibilité potentielle de la valeur externe de sa monnaie.

Les deux questions ne sont pas indépendantes et doivent en quelque sorte se poser en confrontation l'une avec l'autre. En effet, on ne peut pas étudier les avantages et les coûts d'une monnaie commune Québec-Canada "in vacuum", mais plutôt

.../4

en relation avec la situation qui prévaudrait au Québec advenant l'adoption d'une monnaie proprement québécoise dans la meilleure option possible. En somme, ici comme dans toute analyse bénéfice-coût, on doit utiliser les concepts de coûts et d'avantages alternatifs.

Dans notre analyse des options monétaires du Québec advenant l'adoption d'une monnaie distincte, nous insisterons surtout sur le choix entre un taux de change fixé de façon permanente (option 2) et un taux de change flottant (option 4). Sans l'ignorer, nous insisterons moins sur l'option de taux de change fixe ajustable (option 3) qui constitue en quelque sorte un cas hybride de ces deux dernières options plus fondamentales.

## 1.2 Le concept de zone monétaire optimale

Le schéma analytique adopté dans ce texte se base sur le vaste champ d'étude qu'il est convenu d'appeler "l'approche des zones monétaires optimales" et qui fut initiée par l'économiste canadien Robert Mundell dans un article maintenant classique de 1961. Cette approche a pour but d'établir des critères déterminant la configuration géographique optimale des unions monétaires, une union monétaire étant définie par un ensemble de régions ou pays qui adoptent une monnaie commune (ou des taux de change rigidement fixes[2]) entre eux tout en permettant

(2) En général, cette littérature ne distingue pas le cas d'union monétaire de celui de pseudo-union monétaire. Nous croyons que ceci constitue une erreur fondamentale. En effet, nous montrerons qu'il existe véritablement une différence essentielle entre l'option 1 et l'option 2.

une certaine flexibilité commune de leurs taux de change vis-à-vis les autres unions monétaires.

Deux optiques peuvent gouverner la recherche de l'optimalité des zones monétaires. La première, qu'on pourrait qualifier d"internationale" vise à déterminer la combinaison des zones monétaires qui maximise le niveau de bien-être international. La seconde, beaucoup plus "nationale", étudie les avantages et les coûts pour un pays (ou un ensemble de régions) de souscrire ou non à une union monétaire avec un ou plusieurs pays donnés. Cette dernière approche vise à déterminer les critères d'une zone monétaire "satisfaisante".

Les possibilités de convergence de ces deux approches se révèlent intimement liées à l'efficacité du processus politique et en particulier des politiques de redistribution des gains provenant de l'union monétaire, entre les différents pays qui la composent. Un exemple peut illustrer cette assertion de façon simple. Supposons que le monde se divise en deux pays, A et B. Supposons de plus que ces deux pays constituent une zone monétaire optimale, au sens international du terme. Ils auraient donc avantage à former une union monétaire de façon à maximiser leur revenu réel global. Cependant, si tel est le cas, le pays B perd aux dépens du pays A, bien que par définition la perte du pays B soit plus faible que le gain du pays A. Ceci peut être dû au fait par exemple que la grandeur du pays A relativement à celle de B est telle qu'à toute fin pratique le premier pays contrôlerait la politique monétaire des deux pays en cas d'union monétaire. Dans ce cas, le pays B peut être incité à utiliser sa propre monnaie afin de gagner une certaine autonomie de politique monétaire[3] et l'union monétaire n'aura pas lieu. Cependant, si le processus politique est efficace (ce qui implique de faibles coûts de tran-

(3) Pour donner un contenu empirique à cet exemple, on pourrait appeler le pays A les Etats-Unis et le pays B, l'ensemble des autres pays de l'Occident.

saction), le pays A acceptera de redistribuer le gain de l'union monétaire vers le pays B jusqu'à ce que le niveau de bien-être de B soit au moins égal à celui qui prévaudrait en absence d'union monétaire. Dans ce cas, l'union monétaire sera établie à la satisfaction des deux pays. Le niveau exact de redistribution de revenu du pays A au pays B dépend du pouvoir de négociation de chacun des pays (comme dans le cas analogue du monopole bilatéral).

Il nous semble clair qu'une connaissance approfondie des critères de détermination des zones monétaires optimales au sens international s'avère essentielle à la rationalisation des choix monétaires nationaux puisqu'elle permet à chaque pays de prendre conscience des effets intérieurs et extérieurs de ces choix et particulièrement des réactions possibles de ses partenaires économiques. Concrètement, elle permet à chaque pays de mieux connaître son propre pouvoir de négociation dans l'établissement d'arrangements monétaires internationaux. Comme nous l'avons souligné, notre étude envisage le problème de l'union monétaire sous l'angle d'un pays donné(e.g. le Québec). D'autre part, nous espérons avoir démontré qu'il est essentiel de donner à cette recherche une dimension internationale. C'est en général l'approche que nous adopterons dans le texte.

Un des messages fondamentaux de l'approche des zones monétaires optimales réside dans l'affirmation que le degré d'intégration monétaire optimale d'un pays ne doit pas être indépendant des caractéristiques économiques de ce pays et en particulier de celles qui concernent les relations économiques avec les partenaires potentiels de l'union. La problématique de ce choix nécessite donc une double démarche: une démarche théorique permettant de dégager les caractéristiques économiques susceptibles d'affecter les coûts et les bénéfices de l'adhésion à une union monétaire avec le ou les partenaires potentiels et enfin une démarche empirique

.../7

visant à déterminer si les caractéristiques du pays à l'étude en font un candidat valable à l'intégration monétaire.

### 1.3 Les limites de l'approche des zones monétaires optimales

La grande difficulté que pose l'analyse du degré d'intégration monétaire optimal en termes d'une ou de plusieurs caractéristiques économiques provient du fait que 1) celles-ci ne sont pas statiques (i.e. elles peuvent varier dans le temps) et 2) elles sont susceptibles d'être affectées en particulier par l'ensemble des politiques économiques (i.e. non seulement les décisions monétaires) du pays et de celles des partenaires potentiels de l'union. D'une part, les analyses supposent en général que le problème de confiance vis-à-vis la monnaie utilisée à l'intérieur du pays est réglé (à moins de gaffes monumentales dans le comportement des autorités monétaires). Or, les études empiriques montrent clairement que la confiance dans une monnaie dépend largement de considérations historiques. En particulier, l'introduction d'une nouvelle monnaie pose essentiellement en courte et moyenne période le problème de la confiance dans la stabilité de cette monnaie. En conséquence, le degré de flexibilité optimal du taux de change sera différent (i.e. plus faible) à court terme qu'à long terme. L'étude des gains et des coûts de l'adoption d'une monnaie distincte requiert donc un cadre dynamique. Nous allons tenter de tenir compte de ce phénomène important dans notre analyse.

D'autre part, les politiques économiques d'un pays vis-à-vis l'étranger, en particulier les politiques commerciales et la politique d'immigration, lorsqu'elles modifient de façon importante la mobilité des produits, du capital et du travail entre le pays et ses partenaires potentiels, peuvent aussi affecter le choix

optimal entre l'union monétaire et l'utilisation d'une monnaie distincte. En somme, la question monétaire ne forme qu'un volet de la politique d'échange d'un pays vis-à-vis ses partenaires et devrait donc théoriquement être analysée conjointement avec les autres composantes de cette politique. En fait, certains auteurs comme Grubel(1973), Makin(1970, 1975) et Willett et Tower(1976) rappellent qu'un pays a la possibilité de faire varier son taux de change réel[4] par l'utilisation d'instruments de politique douanière (tarifs, quotas, taux de change multiples), par l'adoption de mesures de contrôle des changes et, plus généralement, par toute politique affectant les prix relatifs des produits domestiques en terme des produits étrangers.

La question, dans toute sa généralité, devient donc la suivante: quelle devrait être optimalement l'évolution dynamique du degré de flexibilité réelle du taux de change. L'analyse de cette question dépasse largement le cadre de notre étude. Notre analyse en reste une de second rang ("second best") au sens où elle étudie l'optimalité du comportement monétaire d'un pays, conditionnelle aux autres politiques gouvernementales, au lieu de déterminer l'optimalité de l'ensemble de ces politiques. En particulier, nous allons supposer en général que les politiques d'échange (excluant les questions monétaires) entre les pays susceptibles de former (ou de conserver) une union monétaire demeurent sensiblement identiques dans le temps ou du moins ne créent pas de changements fondamentaux dans les caractéristiques économiques pertinentes de ces pays. Concrètement, dans le cas Canada-Québec, ceci signifie, entre autres, que l'on suppose implicitement l'absence de création de barrières tarifaires entre les deux pays. C'est d'ailleurs l'optique du gouvernement actuel du Québec qui prône la Souveraineté-Association du Québec.

### 1.4 Rôle microéconomique et macroéconomique de la monnaie

On ne peut entreprendre une analyse bénéfice-coût de l'intégration moné-

(4) i.e. le prix des biens exportés en terme de la monnaie étrangère

.../9

taire sans étudier parallèlement les fonctions de la monnaie dans l'économie. Les chercheurs distinguent traditionnellement les rôles de la monnaie comme institution sociale et comme outil de stabilisation économique. Comme institution sociale, la monnaie sert d'intermédiaire d'échange et d'unité de compte. Elle joue aussi le rôle de réserve de richesse. En ce sens, elle a une fonction extrêmement importante à remplir dans l'affectation efficace des ressources de l'économie concernant la production de biens et services(i.e. rôle "microéconomique"). Par ailleurs, dans les sociétés modernes, le contrôle monétaire de la part des autorités politiques peut constituer un instrument de la lutte contre l'inflation et le chômage domestiques. Il peut de plus permettre,dans une certaine mesure, le financement des investissements publics (la "taxation par l'inflation") et affecter ainsi la croissance économique. Ainsi, la monnaie a un rôle à jouer dans la détermination du revenu national (niveau et croissance) et du niveau général des prix(i.e. rôle"macroéconomique").

Il est important de souligner ici que la classification habituelle et souvent utile des phénomènes économiques selon qu'ils relèvent de la micro ou de la macrcéconomie, ne doit pas nous faire perdre de vue qu'ils sont en général interreliés. Ceci explique pourquoi nous nous efforcerons d'adopter un cadre théorique unifié,lorsque nous traiterons du rôle microéconomique et du rôle macroéconomique de la monnaie et plus particulièrement de la question de la détermination du prix de la monnaie en terme de monnaie étrangère(taux de change).

## 1.5 Enoncé des propositions soutenues dans l'étude

La thèse que nous allons soutenir dans cette étude peut s'énoncer en cinq propositions:

.../10

a) Pour un pays donné, les avantages principaux découlant de l'adhésion à l'union monétaire pure (en comparaison avec l'adoption par ce pays d'une monnaie distincte avec taux de change fixe ou flottant) sont d'ordre microéconomique. L'union monétaire accroît en général l'efficacité dans l'affectation des ressources au niveau de l'ensemble des pays formant l'union.

b) L'importance de ces avantages, pour un pays donné, dépend des caractéristiques économiques de ce pays. En particulier, plus l'économie est petite, ouverte (en terme d'échanges commerciaux et financiers vis-à-vis les partenaires de l'union monétaire) et peu diversifiée dans sa production domestique, plus les avantages de l'union monétaire seront élevés.

c) Pour un pays donné, les coûts principaux découlant de l'adhésion à l'union monétaire sont d'ordre macroéconomique. L'union monétaire empêche toute autonomie de la politique monétaire domestique relativement à celle des partenaires de l'union. De plus, le pays se voit dans l'impossibilité de laisser fluctuer la valeur de sa monnaie en terme de celle des partenaires de l'union monétaire afin de stabiliser automatiquement les perturbations monétaires ou réelles qui affectent son économie (ce qui est possible,du moins dans le cas de monnaie distincte avec taux de change flottant).

d) L'importance des coûts macroéconomiques de l'union monétaire dépend des caractéristiques économiques de ce pays. En particulier, plus l'économie est petite, ouverte (en terme d'échanges commerciaux et financiers vis-à-vis les partenaires de l'union monétaire), peu diversifiée et plus le degré de synchronisation des chocs économiques exogènes affectant l'ensemble des pays formant l'union monétaire est élevée, plus les coûts de l'union monétaire seront faibles. De plus, au niveau politique, plus les objectifs macroéconomiques (surtout en ce qui concerne l'inflation) des autorités politiques du pays sont semblables à ceux des partenaires de l'union, plus les coûts de celle-ci seront limités.

.../11

e) Dans le cas de l'adoption par un pays donné d'une nouvelle monnaie, les avantages de ce choix politique ne peuvent exister qu'à long terme et non à court terme alors que le problème de confiance envers la nouvelle monnaie n'est pas résolu. Deux cas sont possibles ici: abandon d'une monnaie distincte pour l'utilisation d'une monnaie commune (intégration monétaire) ou abandon d'une monnaie commune pour l'utilisation d'une monnaie distincte (désintégration monétaire).

Les propositions a , b et e font l'objet du chapitre II alors que les propositions c et d sont étudiées au chapitre III. On doit remarquer, cependant, que l'ordre de grandeur exact des coûts et avantages des différentes options monétaires pour le Québec ne fait pas l'objet de notre étude. Il serait d'ailleurs utopique de croire à la possibilité d'une telle quantification. Nous préférons plutôt insister sur l'élaboration d'un cadre théorique permettant au lecteur de se faire une idée générale de l'importance relative de ces coûts et de ces avantages .. De plus, nous présentons dans certains cas, le résultat de certaines analyses empiriques pertinentes au sujet.

Vue sous un angle analytique, notre étude présente un cadre conceptuel intégré des facteurs expliquant la détermination des taux de change entre les monnaies ainsi que le rôle qu'ils jouent dans le processus d'ajustement des différents marchés de l'économie. Cette approche permet de cerner à l'intérieur d'un tout cohérent l'ensemble des aspects de la question à l'étude.

## Chapitre II- Rôle de la monnaie comme institution sociale et degré d'intégration monétaire

Dans ce chapitre, nous présentons d'abord une brève analyse du rôle social de la monnaie dans l'économie. Ensuite, nous montrons 1)que, toutes choses étant égales par ailleurs, les coûts comptables, les coûts de transaction et les coûts de risque et d'incertitude au niveau des échanges avec les partenaires potentiels de l'union monétaire sont plus faibles dans le cas d'intégration monétaire pure que dans le cas de l'adoption d'une monnaie distincte et 2)qu'étant donné le dernier cas, ces coûts sont plus faibles en taux de change fixé de façon permanente qu'en taux de change flottant. Nous allons attacher une importance particulière à l'aspect du risque et de l'incertitude dans les échanges. En troisième lieu, nous discutons des facteurs affectant l'importance de ces différents coûts et en particulier de ceux qui touchent l'incertitude relative aux fluctations du taux de change. Nous distinguerons alors les facteurs de long terme de ceux du court terme. Enfin, nous concluons sur le problème de la compétitivité entre les monnaies.

### 2.1 Les fonctions sociales de la monnaie

#### 2.1.1 Monnaie comme intermédaire d'échange

Le rôle fondamental de la monnaie dans l'économie consiste à faciliter les transactions entre les individus qui échangent des produits et des services productifs. La monnaie tire sa valeur (excluantla valeur de marché du bien qui sert à cette fin) du fait qu'elle est acceptée largement comme intermédiaire d'échange.

.../13

Elle permet une scission efficace de l'acte d'achat et de l'acte de vente: dans une économie monétaire, les biens ou ressources s'échangent en général contre la monnaie et non contre d'autres biens ou ressources, comme c'est le cas dans une économie de troc. Il en résulte un gain appréciable puisque la double coïncidence des besoins entre les échangistes n'est plus nécessaire. Plusieurs chercheurs attribuent le gain social de la monnaie à la diminution importante des échanges indirects qui résultent de son utilisation. En effet, dans une économie de troc, l'échange d'un bien A pour un bien B peut nécessiter plusieurs transactions intermédiaires. Ainsi, s'il n'y a pas de double coïncidence directe de besoins entre les propriétaires du bien A et ceux du bien B, les premiers, s'ils désirent obtenir le bien B, peuvent être forcés de rechercher des échangistes intermédiaires, afin de s'engager avec eux dans une série de transactions leur permettant d'obtenir un bien qui sera finalement jugé acceptable (à prix donné) par les propriétaires du bien B. On comprend aisément que, dans une telle économie, plusieurs échanges ne pourront avoir lieu, à cause du niveau élevé des coûts qui en résultent.

Ainsi, la monnaie permet une diminution importante des coûts de transaction et d'information des échanges économiques. En conséquence, elle facilite les transactions et accroît la rentabilité d'une plus grande spécialisation des ressources dans les secteurs où elles sont les plus efficaces. Les spécialistes de l'anthropologie économique ont rapporté des cas où l'adoption d'une monnaie a permis une augmentation importante de la production domestique (y compris la valeur du loisir épargné) par rapport à la situation de troc qui prévalait initialement. Dans les économies modernes, on peut aussi se rendre compte des avantages de la monnaie comme institution sociale, en étudiant les effets catastrophiques des effondrements monétaires (e.g. l'Allemagne après la première Grande guerre). L'analyse de ces cas particuliers nous permet de plus de constater que ces avantages

.../14

dépendent beaucoup plus de l'existence comme telle de la monnaie que de la quantité de monnaie en circulation. En fait, les effondrements monétaires ont souvent comme cause directe la création excessive de monnaie engendrant des phénomènes d'hyperinflation.

2.1.2 Monnaie comme unité de compte

Puisque la monnaie sert d'intermédiaire d'échange, il devient rentable pour les individus de s'en servir comme unité de mesure par rapport à laquelle se définissent les taux d'échange(i.e. les prix) des produits échangés. La monnaie joue donc un second rôle dans l'économie. Comme unité de compte standard, la monnaie permet aussi une baisse importante des coûts de transaction et d'information. L'abolition de cette mesure de valeur serait très coûteuse à l'économie, puisque'elle forcerait les individus à obtenir de l'information sur le prix de chaque bien en terme de tous les autres(5).

2.1.3 Monnaie comme actif: le concept de liquidité monétaire

L'institution monétaire ne peut réellement exister que si les membres de la société possèdent des droits de propriété sur le bien qu'on utilise comme monnaie. En conséquence, la monnaie joue aussi un troisième rôle: celui d'actif privé. En ce sens, elle est en compétition avec les autres formes d'actifs dans la composition du portefeuille de richesse des individus.

Le fait que la monnaie constitue un actif,pose dès lors le problème de la détermination de sa valeur en terme de l'ensemble des biens et services de l'économie (i.e. son prix réel). La monnaie ne remplira pleinement son rôle social d'intermédiaire d'échange et d'unité de compte standard qu'en autant qu'elle constitue aussi un actif liquide, i.e. dont les risques de variation non anticipée du

(5) Par exemple, dans une économie de troc comportant 1000 biens, les individus devraient connaître(ou du moins calculer) $1000^2-1000 = 999000$ prix relatifs (au maximum), au lieu de n'avoir à connaître que 999 prix monétaires dans le cas où l'un des biens sert de monnaie.

.../15

prix réel sont faibles. En effet, il est évident que les gains sociaux de la monnaie sont maximisés lorsque la valeur présente et future de l'actif monétaire est parfaitement anticipée[6]. Il en résulte un minimum de risque et d'incertitude découlant de l'utilisation de la monnaie dans les échanges. Il est à remarquer que dans le cas d'une économie fermée(i.e. sans échange avec l'extérieur) cette situation n'est pas nécessairement équivalente à l'absence d'inflation,quoiqu'en général il soit plus facile de prévoir l'évolution des prix monétaires(i.e. le pouvoir d'achat de la monnaie) lorsque l'inflation est de faible amplitude que lorsque son niveau est élevé.

## 2.2 Fonctions sociales de la monnaie et avantages de l'union monétaire pure

Il est clair que les avantages sociaux de la monnaie comme intermédiaire d'échange et comme unité de compte s'accroissent avec l'élargissement de l'aire géographique à l'intérieur de laquelle elle est utilisée. Pour s'en persuader, on n'a qu'à songer aux coûts découlant de l'adoption pour chacune des dix provinces et des cinquante-deux états américains d'une monnaie distincte. La multiplication des monnaies conduirait à la limite au retour à l'économie de troc. C'est en autant que le nombre demonnaies est faible que l'institution monétaire permet une baisse des coûts dans les échanges entre les individus.

L'accroissement du nombre demonnaies produit une hausse de trois formes de coûts: 1) une hausse des coûts comptables découlant du calcul des prix étrangers en terme de la monnaie domestique 2) une hausse des coûts de transaction découlant de la nécessité de convertir la monnaie domestique en monnaie étrangère afin d'importer des biens ou des actifs de l'étranger 3) une hausse des coûts de

(6) La littérature sur le stock de monnaie optimal ajoute la condition supplémentaire selon laquelle l'actif monétaire devrait donner un taux de rendement égal au taux d'intérêt monétaire de l'économie,amputé des coûts marginaux de production de la monnaie. En effet, dans une économie ouverte comme le Canada où la monnaie (i.e. dépôts à vue, billets et monnaie sonnante) ne procure aucun revenu d'intérêt monétaire, les individus sont incités à conserver moins de pouvoir d'achat en terme de monnaie par rapport à ce qui serait socialement désirable.

.../16

risque et d'incertitude (perte de liquidité de la monnaie) liés aux fluctuations mal anticipées des taux de change. L'étude des deux premières catégories de coûts n'exige pas une discussion très approfondie. On peut faire remarquer cependant 1) que ces coûts, s'ils s'avèrent peu importants pour chaque consommateur, peuvent s'avérer non négligeables au niveau des entreprises qui échangent avec l'étranger et au niveau de l'ensemble de l'économie 2) que les coûts comptables sont d'autant plus élevés que les changements de taux de change sont fréquents et 3) que les grandes entreprises consacrant une partie importante de leurs transactions aux échanges avec l'extérieur ont souvent tendance à établir leur comptabilité et leur prix en terme d'une "monnaie-clef" (dollar américain, mark allemand, yen japonais) afin d'éviter ces coûts.

L'étude des coûts de risque et d'incertitude liés à la présence du taux de change, pose cependant un problème analytique un peu plus complexe et requiert une analyse du comportement de l'entreprise sur le marché international.

### 2.2.2 Etude particulière des coûts d'incertitude et de risque: le risque de change et le risque de prix

L'entreprise qui importe ou exporte des produits de pays utilisant une monnaie étrangère, opère sur deux marchés: celui du change et celui des biens. On peut donc distinguer deux formes de risques auxquels fait face l'entreprise: le risque de change et le risque de prix(Aliber, 1976). Le risque de change est celui qui touche l'entreprise qui détient une position ouverte(i.e. non couverte) en monnaie étrangère alors que le risque de prix affecte l'entreprise qui détient une position ouverte par rapport à son inventaire de produits exportables.

a) Le risque de change

L'entreprise qui doit acheter des devises étrangères dans le futur dans

.../17

le but d'importer des produits de l'étranger peut se protéger contre le risque de change de deux facons: elle peut établir en début de période un contrat avec une institution financière fixant la quantité et le prix à terme de la devise (couverture sur le marché à terme) ou encore elle peut acheter au comptant des devises qu'elle placera au taux d'intérêt étranger jusqu'au moment de la transaction sur le marché des produits étrangers. En fait, ces deux possibilités n'en forment qu'une seule au sens où la seconde implique que l'entreprise peut elle-même obtenir les mêmes résultats (coûts de transaction mis à part) que sur le marché à terme,en combinant elle-même certaines opérations sur le marché du change au comptant et sur le marché du crédit. Nous concentrerons notre attention sur le marché à terme,puisqu' il existe des données sur les prix à terme.

En situation de certitude parfaite (ou de croissance balancée), le taux de change à terme prédit parfaitement le taux de change futur au comptant défini sur la même période et le risque de change disparaît. Cependant, en situation d'incertitude,il peut exister des erreurs de prédiction mesurées par l'écart entre ces deux taux. Cet écart (et surtout les variations de cet écart) peut constituer une bonne mesure du risque de change. Si l'entreprise conserve une position ouverte sur le marché du change, elle portera elle-même le fardeau de ce risque. Si elle se couvre sur le marché à terme, elle devra cependant payer,en longue période,une prime de risque (mesurable par l'écart entre le prix d'achat et le prix de vente de la devise dans les institutions financières) à l'institution qui prend le risque pour elle. Dans ce cas, le risque devient nul pour la firme, mais elle fait face à des coûts de transaction plus élevés.

b) Le risque de prix

Même si l'entreprise se couvre contre le risque de change sur le marché

.../18

à terme, elle est néanmoins sujette à un autre risque: le risque de prix. Sur le plan international, ce risque provient de ce que les variations du taux de change peuvent produire des changements non anticipés dans la valeur réelle domestique du stock de produits exportables détenu par l'entreprise. Un exemple concret peut illustrer cette assertion. Supposons qu'une entreprise canadienne exporte des boisseaux de blé aux Etats-Unis et importe des tracteurs de ce dernier pays, alors que le dollar canadien vaut $1 américain. Supposons maintenant que le dollar canadien se déprécie à $0.80 américain, ceteris paribus. Si l'entreprise vend son boisseau de blé au même prix qu'initialement, elle n'encourra pas de perte en dollar canadien. Cependant, elle s'apercevra bientôt qu'en terme de biens américains(i.e. tracteurs) , la valeur de ses boisseaux de blé a diminué de 20%. Cette situation ne peut être que temporaire cependant. Si les facteurs réels influencant l'offre et la demande pour les produits canadiens et américains demeurent stables, les entreprises canadiennes exigeront à long terme une prime de 20% sur le prix canadien de leurs produits exportables. Ainsi, en longue période, la dévaluation ne produira aucun effet réel: les prix des biens canadiens en terme des biens américains(i.e. les termes de l'échange) resteront constants. La compétitivité de notre secteur extérieur ne sera pas affectée. On notera aussi que les pressions économiques forceront le prix des biens non exportables(e.g. les services) à s'accroître aussi de 20% de façon à maintenir la structure des prix entre les biens exportables et non exportables à l'intérieur du Canada. Cette situation de longue période est qualifiée par les économistes de parité des pouvoirs d'achat(PPA).

En PPA, le risque de prix (ainsi que de risque de change, d'ailleurs) est inexistant: les fluctuations du taux de change correspondent à l'écart entre l'inflation domestique et l'inflation du pays en la monnaie duquel le taux de change

.../19

est défini. Ce risque provient donc du fait qu'à court et à moyen terme du moins, les fluctuations de taux de change peuvent provoquer des déviations importantes de l'économie de part et d'autre de cette parité(7).

### 2.2.3 Multiplication des monnaies et segmentation des marchés

Il découle de cette discussion sur les trois formes de coûts en présence que la productivité sociale de l'institution monétaire diminue avec l'introduction d'une nouvelle monnaie. Cette baisse touche non seulement le pays qui pose le geste mais aussi l'ensemble des partenaires économiques de ce pays (déséconomies externes au pays). En d'autres termes, la création d'une monnaie additionnelle accroît la segmentation des marchés commerciaux et financiers internationaux et produit ainsi des effets analogues à la création de barrières tarifaires sur ces marchés. Dans ce sens, une véritable union douanière implique aussi l'existence d'une monnaie commune.

Une partie importante du fardeau réel produit par l'introduction d'une nouvelle monnaie sera vraisemblablement porté initialement par les entreprises commerciales et financières qui opèrent sur les marchés étrangers. Cependant, on peut s'attendre à ce qu'à plus long terme, celles-ci reportent le fardeau des coûts sur les consommateurs et/ou sur les facteurs de production. De toute façon, l'économie deviendra plus fermée sur elle-même (baisse des transactions internationales relativement aux transactions domestiques) et en conséquence elle bénéficiera moins de la spécialisation de ses ressources dans les secteurs où elle est la plus efficace internationalement. Il en résultera une baisse de revenu réel pour l'ensemble des consommateurs.

L'économiste Harry Johnson(1970) résume bien cette question

(7) Bien sûr, si ces déviations étaient parfaitement anticipées par les exportateurs, le risque de prix disparaîtrait.

.../20

en affirmant qu'une monnaie commune "simplifie les calculs des producteurs et des commercants, facilite la compétition entre les entreprises localisées dans des régions différentes et permet l'intégration de l'économie en des ensembles inter-reliés de marchés de produits et de facteurs de production (capital et travail)."(traduction libre)

Ces arguments, généralisés sur le plan international, conduisent à définir "la zone monétaire optimale" par l'ensemble des économies du globe: elle est mondiale. Cette hypothèse ne vaut , bien sûr, que si l'on considère les avantages de la monnaie comme institution sociale: elle ne tient pas compte du rôle de la monnaie dans la stabilisation des prix et du revenu réel(chapitre III).

### 2.3 Union monétaire pure et pseudo-union monétaire

Il est important de se rendre compte qu'il existe des similitudes, mais aussi des différences de nature essentielle entre le cas de monnaie commune et le cas où le pays à l'étude adopte une monnaie distincte tout en s'engageant à maintenir de façon permanente le taux de change fixe vis-à-vis les partenaires potentiels de l'union monétaire.

#### 2.3.1 Similitudes entre union monétaire pure et pseudo-union monétaire

Notons d'abord qu'il existe toute de même une grande similitude entre ces deux options. Les mécanismes d'ajustement de la balance des paiements entre le pays et ses partenaires, s'ils fonctionnent correctement, sont très semblables. La balance des paiements est un phénomène essentiellement monétaire et s'ajuste par des mouvements monétaires appropriés. Ainsi, il existe actuellement une balance des paiements inter-régionale entre le Québec et le reste du Canada. Celle-ci s'équilibre automatiquement grâce aux flux monétaires entre ces deux régions. Supposons en effet qu'il existe un déficit de cette balance des paiements au Québec.

.../21

Ceci indique la présence d'une offre excédentaire de monnaie de la part des Québécois vis-à-vis du reste du Canada. En contrepartie, ceci implique aussi que les Québécois désirent importer plus de produits et d'actifs financiers qu'ils n'en exportent dans le reste du pays. Comment se fera l'ajustement? Tout simplement, par une sortie nette de monnaie du Québec vers le Canada hors Québec via les institutions financières canadiennes. Cette sortie diminuera automatiquement l'excès d'offre de monnaie québécoise et incitera les Québécois à importer moins du reste du pays, puisqu'ils possèderont moins de monnaie excédentaire. Cet ajustement pourra s'accompagner aussi de (légères) variations à la baisse du niveau des prix et des taux d'intérêt du Québec (à la hausse dans le reste du pays) afin d'équilibrer les prix (nets des coûts de transport et des taxes) des biens et actifs identiques dans l'ensemble du pays. L'analyse d'un surplus de la balance des paiements du Québec est tout à fait symétrique. Ce mécanisme inter-régional est ignoré de la plupart des individus car 1)il joue en général de façon continue et non apparente et 2) il n'existe pas de statistiques sur le sujet.

Supposons maintenant que le Québec introduise sa propre monnaie et qu'il s'engage à fixer à un niveau donné le prix du dollar québécois en terme de la monnaie canadienne. Supposons de plus le problème de la confiance résolu ainsi que l'absence de toute spéculation sur le dollar québécois. Ceci implique que tous les individus anticipent que la monnaie québécoise restera stable dans le futur.

Etant donné les hypothèses ainsi formulées, le mécanisme d'ajustement de la balance des paiements entre le Québec et le reste du Canada sera semblable au cas précédent à l'exception du fait que l'ajustement impliquera en plus la banque centrale québécoise (et canadienne) au lieu de n'impliquer que les institutions financières privées. En effet, supposons de nouveau l'existence d'un

.../22

déficit de la balance des paiements québécoise et en conséquence un excès d'offre de monnaie vis-à-vis du Canada hors Québec. Lorsqu'un pays possède une monnaie distincte, l'ajustement peut se faire de deux façons: soit 1) par une baisse du prix de la monnaie en terme de la monnaie étrangère -c'est la solution de taux de change flottant et elle ne peut être utilisée dans le cas à l'étude, soit 2) par une baisse du stock de monnaie. Comme on l'a vu, cette seconde solution est adoptée automatiquement dans le cas d'une monnaie commune. Sinon, c'est le comportement de la banque centrale comme acheteur résiduel des dollars québécois excédentaires (afin d'empêcher une baisse du taux de change) qui produira l'effet désiré. Bien sûr, la banque centrale du Québec peut " stériliser" la baisse du stock de monnnaie détenue par le public, par une politique d'open-market expansionniste. Cependant, dans ce cas le déséquilibre de la balance des paiements sera maintenu, puisque l'excès d'offre monétaire ne sera pas résorbé. Tôt ou tard, la diminution accélérée du stock de réserve de la banque centrale,utilisé dans l'achat des dollars québécois, forcera celle-ci à laisser s'abaisser la masse monétaire québécoise et l'ajustement de la balance des paiements s'effectuera.

Un corollaire extrêmement important découle de cette analyse. En régime de taux de change fixe, la politique monétaire d'un pays est totalement assignée à long terme,à l'objectif de la balance des paiements(8). En conséquence, le pays perd l'usage du contrôle monétaire à fin de stabilisation domestique (chômage-inflation) en longue période. La question qui se pose naturellement ici est la suivante: quelle est la longueurdu long terme? Elle dépend en particulier 1) de la vitesse d'ajustement sur les marchés internationaux et sur les marchés financiers et 2) de l'importance du stock de devises permettant à la banque centrale

(8) A l'exception de celle des pays possédant une "monnaie-clef",i.e. une monnaie qui est acceptée comme réserve internationale(e.g. les Etats-Unis, l'Allemagne, le Japon).

.../23

"d'acheter du temps". Nous reviendrons sur ce sujet au chapitre III(p.54-56).

2.3.2 Différences entre union monétaire et pseudo-union monétaire

Il ne faut pas cependant trop insister sur les ressemblances entre l'option d'union monétaire pure et celle de la pseudo-union monétaire. En premier lieu, on doit remarquer que les coûts comptables ainsi que les coûts de transaction liés à la conversion des monnaies sont présents dans la seconde option puisque le pays utilise une monnaie distincte.

Bien entendu, les coûts comptables seront minimisés,si le prix de la nouvelle monnaie est fixé à la parité avec la monnaie utilisée précédemment (e.g. $1 canadien pour $1 québécois). On doit souligner ici que, contrairement à certains arguments populaires, le choix comme tel de la valeur initiale du taux de change québécois ne produit aucun effet réel sur l'économie (exception faite des coûts comptables). Le Québec pourrait ainsi le fixer à n'importe quel niveau. Par exemple, si le gouvernement du Québec fixait la valeur du dollar québécois à $0.50 canadien, les prix des produits et des actifs financiers ainsi que les salaires des Québécois doublerait automatiquement en terme du dollar québécois, n'impliquant ainsi aucun changement dans le revenu et la richesse réels des Québécois. L'analogie au cas de réforme monétaire(e.g. France,1958) est évidente.

C'est surtout au niveau des coûts de risque et d'incertitude que se distinguent l'option de l'union monétaire pure et l'option de pseudo-union. L'argument fondamental s'énonce simplement: même si le gouvernement déclare officiellement qu'il maintiendra fixe de façon permanente le taux de change de la monnaie en terme d'une monnaie étrangère, ceci n'implique pas nécessairement que le secteur privé anticipera que le gouvernement adoptera continuellement cette politique. Quoi que fasse le gouvernement, il existera toujours un certain degré d'incertitude

.../24

quant à la valeur du taux de change.

Considérons ainsi le cas de l'adoption par un pays d'une monnaie distincte. En fixant la valeur du taux de change, ce pays perdrait à toute fin pratique l'autonomie de sa politique monétaire. En conséquence, le secteur privé anticipera possiblement que tôt ou tard cette fixité sera levée, car sinon, se demandera-t-il, pourquoi le gouvernement aurait-il créé une nouvelle monnaie? En d'autres mots, le secteur privé n'anticipe pas nécessairement que la loi mettant en force cette fixité du taux de change demeurera immuable. L'histoire est en fait remplie de cas où l'adoption par les pays d'un régime de taux de change fixe n'a pas empêché la présence de spéculation, de crises de confiance et plus généralement d'incertitude sur le marché du change. L'existence d'un écart entre le taux de change à terme et le taux de change au comptant constitue, en taux de change fixe, un indice valable de la présence d'incertitude du secteur privé face à la valeur future du taux de change au comptant(9). Ainsi, le prix à terme de la livre anglaise en terme du mark allemand était, à la fin de 1968, de 6% inférieur à son prix au comptant, alors que l'Angleterrre se trouvait en régime de taux de change fixe. Ceci révèle l'importance, à l'époque, des anticipations du marché relatives à une dévaluation prochaine de la livre (et à une réévaluation du mark). Bien sûr, dans ce cas précis, l'Angleterre adhérait au système de taux de change fixe "ajustable en cas de déficit fondamental",établi selon les règles du Fond Monétaire International. Ce système engendrait presque automatiquement de la spéculation contre les monnaies en difficulté puisque les pays avaient toujours, dans ce cas, la possibilité de dévaluer leur monnaie.

Néanmoins, même si un pays déclare qu'il maintiendra son taux de change

(9) A moins que la banque centrale intervienne systématiquement sur le marché à terme afin de voiler cette divergence. Dans ce cas, la baisse dans le stock de réserves internationales détenues par la banque centrale constituera un meilleur indice de la présence de cette incertitude.

.../25

de façon permanente, l'opinion du marché peut très bien ne pas se ranger à cette déclaration 1) si les coûts de révision de cette décision sont faibles, 2) si le gouvernement n'a pas encore fait ses preuves relativement à cette décision et 3) si les "tentations" d'impression de monnaie de la part du gouvernemènt sont très fortes(déficit gouvernemental élevé, chômage...). Au sujet du premier point, il est intéressant de noter que plusieurs analystes sérieux étudiant la possibilité d'intégration monétaire en Europe, ont prôné non pas la fixité des taux de change entre les pays(pseudo-union) mais plutôt la création d'une véritable monnaie européenne ("l'Europa") controlée par un organisme supranational indépendant (Mundell(1973a), Parkin(1976) ). En effet, ces chercheurs en sont arrivés à la conclusion qu'une véritable union monétaire ne peut être réalisée que par l'utilisation d'une monnaie commune et qu'il existe des avantages sociaux importants à limiter le pouvoir de chaque pays individuel sur le contrôle monétaire, afin de créer un climat de stabilité monétaire.

### 2.4 Pseudo-union monétaire et taux de change flottant

On a montré que l'adoption d'une monnaie distincte à l'intérieur d'un pays accroît le coût réel des transactions avec l'étranger, même si ce pays adopte un régime de taux de change fixe. Par ailleurs, l'expérience vécue ,depuis mars 1973, du flottement généralisé des monnaies du monde occidental, montre clairement que ces coûts ont tendance à être beaucoup plus élevés en régime de taux de change flottant qu'en taux fixe (même ajustable). La hausse de ces coûts depuis 1973 s'est reflétée à la fois sur le risque de change et sur le risque de prix.

Empiriquement, plusieurs études[10] ont comparé la capacité du taux de change à terme (à trois ou à six mois) à bien prédire le taux de change futur au comptant, avant et après 1973. Celles-ci montrent clairement que l'erreur de

(10) Fielke(1974), McKinnon(1974), Frenkel et Levich(1975), Aliber(1975).

.../26

prédiction en cause s'est vivement accrue (d'un facteur allant de 5 à 10!) dans la plupart des pays occidentaux depuis 1973. Ce résultat indique bien une hausse importante du risque de change depuis 1973, car il montre que le marché à terme ne fonctionne pas de façon assez efficace pour empêcher une hausse de l'incertitude due au flottement des monnaies.

Par ailleurs, quant au risque de prix, Aliber(idem) a trouvé que la variabilité ainsi que la moyenne des déviations de part et d'autre de la parité des pouvoirs d'achat[11] ont augmenté drastiquement (d'un facteur allant de 5 à 10 et même plus) depuis 1973 dans les pays occidentaux. Par exemple, la valeur du mark en dollars américains a fluctué de plus de 10% en moins de six mois en 1975, sans qu'il ne se produise d'écart comparable dans les mouvements des prix domestiques de l'Allemagne et des Etats-Unis.

Les études empiriques sur les risques de change et de prix sont de plus arrivées à un résultat empirique extrêmement pertinent pour notre étude: il existe une corrélation positive importante entre le degré d'instabilité du taux de change et la présence des deux formes de risque, en régime de taux de change flottant.

Ainsi, si l'on désire se faire une idée de l'importance des différents coûts sociaux associés à l'adoption d'un régime de taux de change flottant dans un pays comme le Québec, il devient essentiel d'étudier les facteurs économiques et politiques susceptibles d'affecter l'instabilité du taux de change. Nous allons maintenant procéder à une telle étude en prenant soin de bien distinguer les facteurs de long terme (moins susceptibles d'engendrer de l'incertitude) et les facteurs de court terme expliquant l'instabilité du taux de change.

(11) Mesurées par l'écart-type(resp. la moyenne) de l'écart absolu entre le taux de change(vis-à-vis des Etats-Unis) du pays à l'étude et le rapport entre le niveau de prix américain et le niveau de prix de ce pays.(Voir section 2.2.

.../27

## 2.5 Caractéristiques économiques et politiques du pays et importance des coûts sociaux d'une monnaie distincte

Dans cette section, nous allons porter notre attention sur les caractéristiques économiques et politiques influencant la détermination (et donc l'instabilité) du taux de change en longue et en courte période, tout en reliant nos résultats au problème de l'importance des coûts de risque et d'incertitude.

### 2.5.1 Les facteurs de long terme de la détermination du taux de change

Le taux de change mesure le prix d'une monnaie domestique en termes d'une monnaie étrangère. Les analystes mettent donc naturellement l'accent sur les forces de l'offre et de la demande de la monnaie domestique et étrangère dans la détermination du taux de change. Les hypothèses formulées par les économistes, concernant la longue période,sont les suivantes:

1. Le taux de change permet l'égalisation(approximative) du prix en monnaie domestique des biens produits à l'étranger (nets descoûts de transport et des frais de douane) et du prix de ces mêmes biens produits domestiquement. L'arbitrage entre les commercants au niveau international produira inévitablement cette égalité dans les secteurs "exposés" à la concurrence étrangère.

2. La structure des prix intérieurs entre les produits "exposés" et les produits "abrités" de la concurrence étrangère demeure relativement stable ou du moins dépend de façon exogène de certains facteurs tels que la présence de variations dans la structure de la demande ou de croissance biaisée en faveur d'un des deux groupes de produits.

3. L'inflation du niveau général des prix (exposés et abrités) dans chaque pays est égale à l'excédent de la croissance du stock de monnaie (contrôlé par la banque centrale) sur la demande de monnaie exprimée en termes réels(i.e. dégonflée

.../28

par le niveau de prix). La croissance de la demande réelle de monnaie est déterminée par le secteur privé et constitue à long terme une fonction stable de la croissance du revenu national réel du pays.

Des hypothèses 1 et 2, il découle que les variations du taux de change combleront entièrement à long terme l'écart entre l'inflation domestique et l'inflation étrangère, du moins si l'on suppose que la structure des prix entre secteurs exposés et abrités reste stable dans chaque pays. Ainsi si le taux d'inflation domestique annuel est de 10% alors que l'inflation étrangère est de 2%, notre taux de change vis-à-vis de l'étranger se dépréciera de 8%(par année) de façon à garantir la parité absolue des pouvoirs d'achat (PPA, voir section 2.2.2). Par ailleurs, si la structure des prix varie à cause des facteurs exogènes mentionnés dans 2, les variations de taux de change pourront dévier de l'écart entre les taux d'inflation de façon à garantir la parité "relative" des pouvoirs d'achat. Nous n'insisterons pas sur ce dernier phénomène car 1) il n'implique comme tel aucun coût réel: la variation du taux de change permet simplement la conservation de la PPA au nouveau niveau des termes de l'échange[12] et 2) son importance en général est moins grande empiriquement dans l'explication des variations à long terme du taux de change. Nous l'ignorerons donc afin de simplifier l'exposé.

Les études empiriques tendent en général à confirmer l'hypothèse de PPA à long terme du moins pour les périodes précédant 1973(e.g. Frenkel(1976), Genberg (1975) ), le long terme pouvant varier de quelques jours (cas d'hyperinflation) à quelques années. Il est cependant trop tôt encore pour tirer des conclusions empiriques définitives sur la période récente. Nous étudierons dans la section sur les facteurs de court terme, les caractéristiques affectant la durée du "court terme".

(12) On identifie ce phénomène, dans la littérature, aux variations de "taux de change réel".

.../29

L'hypothèse de PPA n'explique cependant pas l'écart entre inflation domestique et étrangère. Si on désire pousser plus loin l'analyse, il nous faut expliquer cet écart. La troisième hypothèse de long terme implique que celui-ci est égal à la somme de deux expressions: 1) l'écart entre la croissance du stock monétaire domestique et étranger et 2) l'écart entre la croissance de la demande de monnaie (en termes réels) étrangère et domestique. En conséquence, on obtient les deux résultats suivants:

1) ceteris paribus, le pays qui possède le taux de croissance monétaire le plus élevé, verra son taux de change se déprécier continuellement (via un taux d'inflation domestique plus élevé).

2) ceteris paribus, lorsque la croissance domestique de la demande réelle de monnaie croît à un taux plus rapide qu'à l'étranger, le taux de change domestique s'appréciera continuellement (via un taux d'inflation domestique moins élevé). Ce sera le cas lorsque la croissance réelle du revenu national devient plus élevée qu'à l'étranger.

A la lumière de cette analyse, il n'est donc pas étonnant qu'un pays comme l'Angleterre ait subi une dépréciation continuelle de sa monnaie depuis 1972 jusqu'à récemment alors que la banque centrale anglaise imprimait de la monnaie à des taux allant de 15 à 20% et que par ailleurs, le revenu national réel anglais croissait à un taux beaucoup moins rapide qu'à l'étranger. Une analyse du cas canadien de 1972 à 1975 donne des résultats "qualitativement" semblables (Courchêne, 1976). D'autre part, les pays comme l'Allemagne ou la Suisse, qui luttent systématiquement contre l'inflation, ont vu leur monnaie s'apprécier de façon continue.

L'analyse de la variabilité à long terme du taux de change n'implique pas cependant que celle-ci produise des coûts sociaux réels. Au contraire, nous avons

.../ 30

montré dans la section 2.2.2,que les risques de prix et de change sont nuls en situation de PPA. Lorsque les variations de prix domestiques sont parfaitement anticipées par tous(y compris les travailleurs et les détenteurs de titres financiers), il n'y a en effet aucune différence réelle entre un pays qui, face à un taux d'inflation étranger de 10%, choisit un taux d'inflation domestique nul et laisse son taux de change s'apprécier de 10%, et un autre pays qui choisit le même taux d'inflation qu'à l'étranger (10%) en empêchant ainsi toute variation du taux de change (cas de taux de change fixe)[13]. On pourrait ainsi qualifier le long terme de situation où prévaut l'absence d'illusion monétaire et d'illusion de change. Dans ce cas, la variabilité du taux de change n'entraîne aucune incertitude sur les marchés.

### 2.5.2 Les facteurs de court terme de la détermination du taux de change

Si, à long terme, les variations de taux de change n'affectent pas comme tel le niveau des termes de l'échange (prix des biens exportés en terme des biens importés) et plus généralement la structure des prix des biens étrangers et domestiques exprimés en monnaie domestique, il n'en est pas de même en courte période. Comme on l'a vu dans la section 2.4, les fluctuations de taux de change se sont révélées beaucoup plus importantes que celles que prédit l'écart des taux d'inflation domestique et étranger, créant à court terme des variations dans les termes d'échange et produisant ainsi des effets réels sur l'économie. Ce phénomène a forcé d'ailleurs les analystes à reconsidérer l'ensemble de la théorie du comportement des économies ouvertes en taux de change flottant.

Notre étude des facteurs expliquant l'instabilité en courte période du taux de change se divise en quatre parties: a) le rôle de la spéculation b) le

(13) A l'exception de la "taxe par l'inflation" qui sera différente d'un pays à l'autre. Voir chapitre III, p.46-50.

.../31

rôle de la confiance[14] c) le rôle des différentes vitesses d'ajustement sur les marchés et d) la nature des choix de politique économique.

2.5 2a) Le rôle de la spéculation

La question fondamentale à laquelle se sont adressé les analystes de la spéculation sur le taux de change, se pose de la façon suivante: cette spéculation est-elle "stabilisante" ou "déstabilisante"? Elle sera déstabilisante dans le cas où les spéculateurs forment leurs anticipations de façon extrapolatrice, de sorte que lorsque le taux de change s'accroît (diminue), les mouvements de fond de ces agents ont tendance à accentuer cette hausse (baisse). Dans ce cas, la spéculation pourrait expliquer en partie l'importance de la variabilité des taux de change autour de la PPA. Elle est stabilisante lorsque les spéculateurs se forment une idée des forces fondamentales déterminant l'équilibre du taux de change et interviennent sur le marché sur la base de ces anticipations. Dans ce cas, il est clair que la spéculation accentuera la rapidité d'ajustement vers cet équilibre, si celui-ci a été bien anticipé par les spéculateurs.

L'économiste Milton Friedman, dans un étude classique(1953), a rejeté l'hypothèse de spéculation déstabilisante en montrant qu'elle n'était pas profitable: l'achat (la vente) de devises lorsque le prix de celles-ci est élevé (faible) par rapport à l'équilibre conduit inévitablement à des pertes de capital. Cet argument peut être valable dans une économie de grande taille où les spéculateurs ne constituent qu'une faible partie du marché. Cependant dans une petite économie, un petit groupe de spéculateurs peuvent former une collusion et influencer la valeur d'équilibre du taux de change et ainsi gagner des profits de monopole. Il est à remarquer ici qu'en taux de change fixe, c'est en quelque sorte l'importance

(14) Le problème de la confiance et celui de la spéculation sont évidemment très reliés l'un à l'autre. Nous les distinguons cependant, afin de mettre en lumière les problèmes de confiance soulevés par l'introduction d'une nouvelle monnaie. La nomenclature adoptée est similaire à celle de Schadler(1977).

.../32

de la banque centrale sur le marché du change qui lui permet, grâce à sa "spéculation" sur ce marché, de maintenir fixe le prix de la devise. Ainsi, dans une petite économie, l'importance d'un groupe de spéculateurs pourrait être telle que ce serait lui qui, via son impact sur le taux de change, contrôlerait en définitive le comportement de la banque centrale et en conséquence la politique monétaire. De plus, dans une telle économie où la loi des grands nombres (annulant les effets pervers du comportement des spéculateurs atypiques) joue moins, la demande spéculatrice de devises aura tendance à être moins stable. Ainsi la grandeur de l'économie constitue une caractéristique importante pouvant expliquer l'existence de coûts réels associés à la variabilité du taux de change. Kindleberger(1976) attribue les fluctuations importantes des taux de change depuis 1973 à la présence de spéculation "déstabilisante et profitable".

Récemment, plusieurs auteurs(e.g. Mussa, 1976 ) ont introduit la notion d'anticipation rationnelle dans l'explication du comportement des spéculateurs sur le marché du change. Selon ces auteurs, l'ensemble des spéculateurs forment les "meilleures" anticipations[15] possibles concernant le taux de change, sur la base de l'information qu'ils possèdent à propos du fonctionnement de l'économie et en particulier du comportement présent et futur de la banque centrale. AInsi, on pourrait croire, à première vue, que la spéculation n'engendre pas comme telle de l'instabilité dans les taux de change: elle ne fait que répondre aux forces plus fondamentales déterminant le taux de change (du moins dans les pays de taille importante). Ceci serait effectivement le cas dans l'hypothèse d'une connaissance parfaite de l'économie et particulièrement de l'absence d'incertitude vis-à-vis le comportement futur de la banque centrale. A ce propos, une situation extrêmement pertinente pour notre étude est celle où les spéculateurs ne connaissent qu'avec un extrême degré d'incertitude la "fonction de réaction" de la banque cen-

(15) i.e. qui minimisent la variance des erreurs de prédiction du taux de change, conditionnelle à l'information disponible.

.../33

trale. Cette situation peut prévaloir dans le cas de l'adoption par un pays donné d'une nouvelle monnaie dont le contrôle est donné à un organisme (banque centrale) nouvellement créé. Ceci pose le problème de confiance vis-à-vis de la monnaie et exige une étude particulière que nous appliquerons directement au cas québécois.

2.5.2b) Le rôle de la confiance

La confiance vis-à-vis la valeur interne et externe de la monnaie s'appuie habituellement sur l'expérience passée. Les Québécois utilisent la monnaie canadienne depuis plusieurs décennies et celle-ci est acceptée dans tout le pays comme intermédiaire d'échange, comme unité de compte et comme actif. De 1950 jusqu'à récemment du moins (1973-74), la banque du Canada s'est comportée de façon à maintenir le taux de change canadien relativement stable vis-à-vis le dollar américain (à l'exception de la dépréciation de 1962 et de l'appréciation de 1970),même si ce n'est que de 1962 à 1970 que notre taux de change a été déclaré "officiellement" fixe. De facto, le Canada a donc opté pour un régime peu éloigné d'une pseudo-union monétaire avec les Etats-Unis.

Par ailleurs, on soulève déjà des craintes dans le Québec à propos de la valeur d'équilibre hypothétique d'une monnaie québécoise ainsi que des risques de fluctuation de cette valeur. Ces appréhensions sont essentiellement dues 1) à l'incertitude des Québécois face au comportement monétaire éventuel d'une banque centrale québécoise (effet sur l'offre de monnaie)et 2) à leur incertitude face au fonctionnement d'une économie québécoise politiquement souveraine (effet sur la demande réelle de monnaie). Ces considérations indiquent, dans le cas d'adoption d'une monnaie québécoise,la présence d'une probabilité élevée de spéculation déstabilisatrice importante contre le dollar québécois,au moins durant la période pendant laquelle les Québécois accumuleront de l'information sur le compor-

.../34

tement des autorités politiques et de l'économie québécoise dans son ensemble[16]. Dans ce cas, on pourrait s'attendre à la présence de fluctuations accentuées du taux de change autour de la PPA. Nous croyons que celles-ci seraient potentiellement assez importantes pour forcer en quelque sorte le gouvernement du Québec à adhérer officiellement à un régime de taux de change fixe vis-à-vis du Canada hors Québec. Une solution alternative consisterait pour le gouvernement à adopter un contrôle de change sévère sur les achats et ventes de dollars québécois. Cette solution se révélerait cependant potentiellement dangereuse pour trois raisons: 1) en étouffant artificiellement la spéculation, elle empêcherait les Québécois d'acquérir la confiance vis-à-vis leur monnaie 2)elle pourrait provoquer une baisse importance des échanges avec l'étranger, ce qui, pour une économie ouverte comme le Québec(lequel exporte plus de 40% de son produit intérieur brut , dont plus de 60% vers le reste du Canada)[17] pourrait être très coûteux en termes de chômage et d'inefficacité commerciales et financières et 3) elle pourrait entraîner des représailles économiques de toutes sortes de la part des pays qui exportent massivement au Canada.

Si l'on ignore cette dernière solution, il résulte de l'analyse que, pendant cette période de confiance "endogène", la politique monétaire du Québec devrait à long terme (et probablement aussi à court terme, comme on le verra au chapitre III) être assignée à l'équilibre de la balance des paiements. D'où l'absence d'avantages macroéconomiques (chômage-inflation) liés au contrôle monétaire. Cette brève analyse nous montre bien (proposition e, p. 11) que les bénéfices liés à l'adoption d'une monnaie ne peuvent apparaître que lorsque la confiance en cette monnaie devient établie (i.e. confiance "exogène"). Il est difficile de formuler des pronostics à propos de la longueur de la période de confiance "endo-

---

(16) Certains économistes du Canada anglais (Lipsey, 1977) croient que le taux de change québécois aurait tendance à se déprécier suite à une politique monétaire québécoise fortement expansionniste, adoptée dans le but de lutter contre un chômage de court terme causé par l'incertitude sur les marchés.

(17) Si on inclut l'exportation des produits non manufacturés. Nappi (1977, p. 153)

.../35

gène". On peut cependant affirmer qu'elle sera d'autant plus courte qu'il s'avère coûteux pour le gouvernement de déroger à la politique de taux de change fixe (par exemple, par une mise en force légale de cette politique et par le contrôle de celle-ci sous la juridiction d'un organisme indépendant du gouvernement au pouvoir). Dans ce cas, l'incertitude sur la variabilité du taux de change sera minimisée et en conséquence la confiance vis-à-vis la monnaie sera plus rapidement acquise.

2.5.2.c) Le rôle des différentes vitesses d'ajustement sur les marchés

L'hypothèse de PPA, à court terme, supposerait une vitesse d'ajustement, sur les marchés domestiques et internationaux des biens et services, extrêmement rapide. Les études théoriques et empiriques récentes(e.g. Dornbush et Krugman,1976) expliquant la variabilité du taux de change en courte période, supposent de façon plus réaliste que les vitesses d'ajustement sont beaucoup plus rapides sur le marché des titres financiers que sur celui des produits. Ces recherches ont permis d'apporter une explication plausible de "l'effet de "dépassement " (over-shooting) du taux de change autour de la PPA, à court terme. Elles ont de plus permis de conclure à l'existence d'une probabilité élevée d'effets pervers de la politique monétaire domestique sur le déficit de la balance commerciale avec l'étranger et même sur le niveau de chômage domestique. Ce dernier point sera étudié au chapitre III(p. 57-58).

Dans sa version la plus simple, l'approche de portefeuille (Henderson et Girton(1976), Frenkel(1976), Dornbush(1976) ) utilisée dans ces études suppose 1) mobilité parfaite des titres financiers domestiques et étrangers entre les pays et 2) substituabilité parfaite de ces titres financiers. La première hypothèse suppose que l'équilibre de portefeuille(i.e. entre offre et demande de titres) est maintenu de façon continuelle sur les marchés financiers. La seconde hypothèse suppose de plus que les rendements nets des actifs domestiques et étrangers sont constamment égalisés (en terme de la monnaie domestique). Ceci implique que le taux d'intérêt domestique amputé du taux de dépréciation attendu du taux de

.../ 36

change domestique est toujours égal au taux d'intérêt étranger[18]. Ainsi, si le taux d'intérêt étranger est de 5%, le taux d'intérêt domestique ne peut être de 10% que si les individus anticipent un taux de dépréciation de 5% de la valeur de la monnaie domestique, de facon à maintenir la parité effective des taux d'intérêt(PTI). Cette parité est compatible avec la PPA, à long terme. Cependant, l'hypothèse soutenue ici est qu'à court terme la PTI est maintenue sans que la parité des pouvoirs d'achat ne le soit, à cause des délais d'ajustement sur le marché des biens. Dans ce cas, on peut expliquer la présence de variabilité du taux de change autour de la PPA.

Supposons, en effet, que l'économie domestique et l'économie étrangère soient initialement en situation de PPA avec plein emploi et que les individus n'anticipent aucune inflation domestique et étrangère. Ainsi, le taux d'intérêt domestique sera égal au taux d'intérêt étranger et le taux de change reflétera uniquement le rapport du niveau de prix étranger et domestique. Adoptons de plus l'hypothèse que l'économie domestique est de petite taille de sorte qu'elle n'a aucune influence sur le taux d'intérêt et le niveau de prix étrangers.

Supposons maintenant que la banque centrale domestique accroît le stock de monnaie une fois pour toute (par une politique d'open-market expansionniste). Le résultat, à long terme, de cette politique est connu: le niveau de prix domestique augmentera et le taux de change se dépréciera en proportion, de façon à maintenir la PPA. Le taux d'intérêt domestique restera le même qu'au début, puisque, ceteris paribus, les individus n'anticiperont aucun changement du taux de change.

(18) Pour simplifier la présentation, on suppose qu'il n'existe qu'un titre financier portant un taux d'intérêt monétaire. Il n'y a donc qu'un seul taux d'intérêt sur les marchés.

.../37

Cependant, l'étude du court terme se révèle plus intéressante. En courte période, la politique monétaire produira une baisse du taux d'intérêt domestique. La PTI implique toutefois la présence d'anticipation d'appréciation future du taux de change. Comment expliquer ce phénomène? Ceci sera tout simplement dû au fait que le taux de change se dépréciera à court terme (à cause de la fuite de capitaux vers l'étranger) à un niveau plus faible que ce qui est nécessaire pour garder la PPA à long terme de sorte que les individus anticiperont une hausse du taux de change. Ceci suppose que les individus forment leurs anticipations sur le taux de change de façon rationnelle(i.e. ils se font une idée assez juste du taux de change de long terme maintenant la PPA) ou plus simplement qu'ils les forment de façon adaptative(i.e lorsque le taux de change se déprécie,ils anticipent un retour partiel du taux de change à son niveau initial). On obtient donc le résultat analytique cherché: à court terme, les fluctuations du taux de change se révèlent plus élevées que ce que prédit la PPA.

Le fait qu'à court terme, le fardeau de l'ajustement est porté par les marchés financiers, implique plusieurs considérations analytiques pertinentes en particulier en ce qui concerne l'importance de la variabilité du taux de change. En effet, les considérations précédentes nous permettent d'avancer l'hypothèse que cette variabilité (à court terme) sera d'autant plus grande que l'économie est petite, ouverte et peu diversifiée et ce, pour les raisons suivantes:

1. Dans une économie de petite taille, les perturbations domestiques ne produisent qu'un effet imperceptible sur le taux d'intérêt étranger. En conséquence, toute fluctuation autonome du taux d'intérêt domestique devra impliquer des changements en sens inverse dans les anticipations de variation du taux de change,afin de maintenir la PTI. Dans un pays comme les U.S., les variations de taux d'intérêt affectent moins la variabilité du taux de change,car celles-ci sont transmises

.../38

(en partie du moins) dans les économies étrangères.

2. Les fluctuations du taux d'intérêt domestique ont tendance à être plus importantes dans les économies de petite taille et peu diversifiées.

Encore une fois, c'est la loi des grands nombres qui explique ce phénomène. Dans toute économie, le taux d'intérêt est déterminé à court terme par l'équilibre sur le marché financier (ou monétaire). Cependant les chocs qui affectent la demande (et l'offre) de monnaie ont beaucoup plus tendance à se compenser dans des économies de grande taille que dans les petites économies. Ainsi, les fluctuations de l'offre et de la demande de monnaie au Québec sont vraisemblablement plus grandes(en termes relatifs)que dans l'ensemble du Canada. En conséquen en taux de change flottant, la variabilité du taux d'intérêt (et donc du taux de change) augmentera avec la diminution de la taille et du niveau de diversification de l'économie. Dans une économie de petite taille, un faible groupe de syndicats ou d'entreprises peuvent provoquer des oscillations importantes du taux de change.

3. Dans les économies petites, ouvertes et peu diversifiées, la sensibilité des flux physiques de biens exportés et importés par rapport aux variations de taux de change, a tendance à être relativement faible. A la lumière de l'analyse précédente, ceci implique, comme nous allons le montrer, une plus grande variabilité du taux de change, pour des perturbations données affectant l'économie.

Démontrons d'abord ce dernier point. L'accent que nous avons mis sur l'importance, à court terme, du marché financier dans la détermination du taux d'intérêt et du taux de change, n'implique pas que le compte courant de la balance des paiements (exportations nettes de produits) n'a pas d'importance dans l'explication de la variabilité du taux de change. Au contraire, elle implique que cette variabilité sera d'autant plus élevée que le compte courant réagit peu aux changements de taux de change(Dornbush et Krugman, 1976). Reprenons,

.../ 39

en effet, l'exemple de la baisse du taux d'intérêt domestique. Supposons maintenant, de façon plus réaliste, que la mobilité du capital financier n'est pas parfaite à court terme, de sorte que l'ajustement sur ce marché se fait avec un certain délai (moindre cependant que sur le marché des biens). Dans ce cas, pour un niveau donné de richesse financière, la quantité d'entrées nettes de capitaux financiers étrangers (compte capital de la balance des paiements) dépendra,pendant la période d'ajustement,de façon négative du taux d'intérêt domestique et du taux de dépréciation anticipé du taux de change. Dans la situation où le compte courant réagit peu ou de façon perverse à la dévaluation en courte période (ce dernier cas est parfaitement possible comme nous le verrons au chapitre III), le compte capital devra s'améliorer de façon à équilibrer la balance des paiements. Ceci implique que le taux de change devra s'abaisser assez pour générer des anticipations de hausse du taux de change de façon à stimuler une entrée nette de capitaux étrangers (même si le taux d'intérêt domestique a baissé) nécessaire au financement du déficit créé au compte courant. Ainsi, la diminution (et la variabilité) du taux de change devra être d'autant plus grande que la somme des élasticités des exportations et importations réelles par rapport au taux de change est faible.

Expliquons maintenant les raisons pour lesquelles les économies petites, ouvertes et peu diversifiées sont caractérisées par un niveau relativement faible de cette sommed'élasticités(e.g. Orcutt(1955), Armington, 1970 ). L'argument est simple: les économies qui dépendent de façon importante de l'étranger au niveau de leur absorption domestique de biens finals et intermédiaires,possèdent en général peu de substituts aux produits importés et ce d'autant plus qu'elles sont petites et peu diversifiées(i.e. très spécialisées dans la production de certains produits). En conséquence, les importations de ces pays ont tendance à être moins sensibles aux variations à court terme du taux de change. D'autre part,

.../40

dans une économie très ouverte, les exportations auront probablement un fort contenu de produits intermédiaires importés, de sorte qu'une baisse du taux de change sera accompagnéed'une hausse à court terme du prix des exportations. Ce phénomène diminuera comme tel l'importance de la stimulation des exportations due à la diminution du taux de change.

4. Dans une économie ouverte et de petite taille, les variations de taux de change nécessaires à l'ajustement du marché du travail sont en général plus élevées.

Jusqu'ici, on a discuté des vitesses d'ajustement sur le marché des actifs et des biens, en supposant implicitement que l'ajustement sur le marché du travail était instantané (absence de chômage) et qu'il n'avait pas d'importance dans la détermination du taux de change, à court terme. Ceci suppose l'hypothèse de flexibilité parfaite des taux de salaires monétaires à la hausse et à la baisse et par conséquent,l'égalisation continue de l'offre et de la demande sur les marchés du travail. Si maintenant, on suppose de façon plus réaliste que les taux de salaire(ou l'accroissement des taux de salaire)sont rigides à la baisse en courte période, l'analyse précédente tiendra toujours. Cependant,dans ces cas, les perturbations dans la demande globale sur le marché des biens se répercutera directement sur l'emploi(ajustement par le chômage et non par les salaires). Il devient,dès lors, intéressant d'étudier l'effet sur le taux de chômage de l'ajustement de l'économie vers la PPA.

Supposons par exemple une baisse de la demande pour les exportations domestiques créant une situation de chômage conjoncturel et une baisse des termes d'échange d'équilibre. La baisse du revenu réel domestique qui en découle,produit une baisse de la demande domestique de monnaie et donc une baisse du taux d'intérêt. Cette dernière baisse produit, selon notre analyse, une dépréciation du taux de change. La question importante ici est de savoir "si les travailleurs, qui

.../41

n'acceptent pas une baisse de salaire réel par des ajustements à la baisse du salaire nominal, accepteront une baisse similaire de leur revenu réel par une dépréciation du taux de change"(Mundell, 1961). Si l'économie est très ouverte, les travailleurs auront tendance à exiger dans leurs négociations salariales des clauses d'indexation par rapport aux variations à la baisse du taux de change. A la limite, ils fixeraient leur salaire en terme de la monnaie étrangère(Orcutt, 1953). Dans ces conditions, la dévaluation initiale sera suivie d'une poussée des salaires (et des prix) à des niveaux plus élevés que ce qu'exigerait la PPA au nouveau terme d'échange d'équilibre[19] et engendrera ainsi une dépréciation accrue du taux de change. L'analyse nous permet donc de conclure une fois de plus que les fluctuations de taux de change seront plus élevées dans les économies petites et ouvertes.

2.5.2d) La nature des choix politiques

Notre étude des facteurs de court terme influençant la variabilité du taux de change, a supposé jusqu'ici que l'économie adhérait à un régime de change flottant pur (à l'exception de notre discussion sur le problème de confiance). En taux de change flottant administré, les interventions gouvernementales, et en particulier les interventions directes sur le marché du change, peuvent affecter la variabilité du taux de change, en courte et en longue période.

La question qu'on doit maintenant se poser est de savoir si ces interventions diminuent ou accentuent l'incertitude sur le marché du change. Posée autrement, la question revient à se demander si le comportement gouvernemental sur ce marché peut être facilement prédit par le secteur privé. La réponse est

(19) Dans ce cas, on devrait parler de parité relative des pouvoirs d'achat (voir section 2.5.1).

.../42

bien sûr empirique: si les objectifs de taux de change des autorités politiques s'avèrent stables, l'intervention gouvernementale sera par définition stabilisante. Cependant si ces objectifs sont revisés de façon très fréquente, tout en restant inconnus du public, ils pourront accroître l'incertitude concernant le taux de change.

La théorie économique positive du comportement des autorités politiques prédit la présence de revisions d'objectifs. Cette théorie se base sur deux postulats: 1) les autorités visent à maximiser leurs chances d'être réélues et 2) les autorités élues pour un mandat d'une période limitée possèdent un horizon de décision de court terme. Ainsi, un gouvernement qui visait la stabilité du taux de change au début de son mandat pourra désirer plutôt une baisse drastique de celui-ci en fin de mandat, alors que le taux de chômage domestique est très sévère (l'analogie au cas canadien récent est évidente). Il en résultera de l'incertitude,du moins en autant qu'il est difficile de prédire les paramètres de la fonction de réaction du gouvernement.

Au niveau empirique, il est intéressant de remarquer que les résultats empiriques préliminaires de Knight(1976),tendent à montrer que les paramètres économétriques de la fonction de réaction de la Banque du Canada semblent relativement stables depuis 1970(début de la période de flottement de notre devise) alors qu'ils ne l'étaient pas ,pendant la période précédente de taux de change flottant(1950-1972) même si la stabilité du taux de change était plus élevée. Cependant, on peut remarquer aussi que le taux de change peut être stabilisé de façon indirecte par la politique monétaire[20]. C'est d'ailleurs un résultat essentiel de l'hypothèse de PPA. AInsi, on peut expliquer la stabilité plus grande du taux de change pendant les années 50 en montrant que les autorités de la banque centrale canadienne de l'époque visaient des objectifs d'inflation plus similaires à ceux des Etats-Unis que depuis 1970. De toute façon,

(20) ou d'autres politiques telles que la politique fiscale ou le contrôle de change.

.../43

la question empirique fondamentale concerne la formation des anticipations du secteur privé vis-à-vis du taux de change. La présence d'incertitude causée par le comportement gouvernemental découlera d'une hausse des erreurs de prédiction de taux de change provoquée par celui-ci.

## 2.6 Conclusions du chapitre: compétitivité entre les monnaies

Nous avons longuement insisté,dans ce chapitre,sur les coûts de l'adoption d'une monnaie distincte. Nous sommes arrivés à la conclusion que la monnaie comme institution sociale s'accomode mieux d'un large domaine géographique: elle produit en quelque sorte des économies d'échelle. Il n'est donc pas étonnant de constater la présence d'un petit nombre de monnaies-clefs sur les marchés internationaux. L'importance croissante de l'euro-dollar constitue une manifestation évidente des avantages pour les secteurs privés qui transigent avec l'étranger à n'utiliser qu'un faible nombre de monnaies.

Une autre façon de formuler le problème à l'étude consiste à se demander si le secteur privé est prêt à accepter une monnaie nouvellement créée. On a tenté de montrer,à l'intérieur d'un cadre analytique cohérent,que la demande privée vis-à-vis cette monnaie aura tendance à être d'autant plus faible, toutes choses égales par ailleurs, que l'économie est ouverte, petite et peu diversifiée (propositions a et b , p.10). En effet, ces caractéristiques économiques ont tendance à accroître l'illiquidité d'une monnaie domestique. On peut, dès lors, poser l'existence d'une limite à ce degré d'illiquidité,au-delà de laquelle le secteur privé sera incité à utiliser une monnaie alternative dotée d'une meilleure "marque de commerce"(Klein, 1974): la compétition existe aussi sur le marché des monnaies. Dans cet ordre d'idée, il est bien évident qu'une monnaie québécoise ferait face à un sérieux compétiteur: la monnaie canadienne.

.../44

Comme nous l'avons souligné, les coûts de l'adoption d'une monnaie sont internationaux. En conséquence le processus politique des pays individuels peut être porté à en sous-estimer l'importance. Par ailleurs, les bénéfices perçus sont surtout d'ordre domestique. Le modèle théorique déjà utilisé dans notre étude des coûts de création d'une monnaie distincte servira aussi à la mesure de ses avantages.

.../45

## Chapitre III: Rôle de la monnaie dans la détermination du revenu national et degré d'intégration monétaire

Un gouvernement qui accepte de perdre le contrôle indépendant de l'offre domestique de monnaie pour joindre une union monétaire, perd trois instruments économiques. Tout d'abord, il ne peut utiliser l'impression de monnaie comme source de financement à long terme des dépenses gouvernementales. En second lieu, il ne peut utiliser de façon discrétionnaire la politique monétaire à fin de stabilisation économique (inflation-chômage). Finalement, pour une politique monétaire (et fiscale) donnée, il ne peut compter sur les variations de taux de change pour accroître les vitesses d'ajustement des marchés touchés par des chocs internes ou externes (stabilisation automatique). Comme nous le verrons, ces différentes possibilités sont intimement reliéesde sorte que l'on ne peut vraiment parler de pertes indépendantes au niveau des trois intruments.

Ce chapitre a pour but d'étudier l'importance des coûts de l'union monétaire liés à la perte de ces instruments. En particulier, nous étudierons la possibilité de remplacer cette perte,par l'utilisation appropriée d'autres instruments à la disposition du gouvernement. Le chapitre se divise en trois parties correspondant à l'étude de chaque instrument.

### 3.1 Monnaie comme source de revenu

#### 3.1.1 Le concept et l'importance de la taxe par l'inflation

La monnaie gouvernementale d'un pays est cette partie de l'aggrégat monétaire qui constitue une dette du gouvernment vis-à-vis le secteur privé (banques et particuliers). Elle est constituée des réserves-encaisse détenues par les

.../46

banques (dépôts à la banque centrale et monnaie en voûte) ainsi que de la monnaie sonnante et des billets détenus par les agents économiques autres que le gouvernement. Cette "base monétaire" utilisée dans le contrôle de la monnaie s'inscrit au passif de la banque centrale et ne procure aucun revenu d'intérêt à ses détenteurs. Le montant d'intérêt ainsi épargné par le gouvernement constitue une forme de taxe déguisée qui, amputée des coûts d'opérations de la banque centrale, procure au gouvernement un "droit du seigneur". Il se mesure au niveau canadien, par le revenu net de la Banque du Canada versé à chaque année au receveur général[21]. En effet, le secteur privé accepte de payer cette taxe en contrepartie du flux de services réels que lui procure l'institution monétaire(voir section 2.1): il existe une demande pour cette monnaie, même si celle-ci ne fournit aucun flux d'intérêt monétaire.

Il est important, cependant, de souligner que le montant réel de taxe que le gouvernement peut prélever grâce à l'impression de monnaie est très limité pour deux raisons. En courte période, le gouvernement peut toujours accroître ses revenus réels aux dépens du secteur privé par l'expansion monétaire. Cependant, celle-ci produira à plus long terme une hausse de l'inflation domestique[22], car le secteur privé désirera se débarrasser de l'excédent d'offre de monnaie en accroissant ses dépenses en biens et services et en actifs financiers. Les individus dans leur ensemble rechercheront de cette façon une méthode "d'évasion fiscale". Dans les cas extrêmes, ils utiliseraient tout simplement une monnaie compétitive. L'accroissement de l'inflation associé à la baisse du stock de monnaie en terme réel, réduiront ainsi la hausse initiale du "droit du seigneur"[23] et peuvent même en provoquer la baisse. La myopie d'un gouvernement qui cherche et réussit à accroître ses revenus à court terme en activant "la planche à billets"

(21) En 1976, le revenu net de la Banque du Canada versé au compte du receveur général du Canada était de $703,240,000. Source: Rapport annuel du Gouverneur, Banque du Canada, 1976, p.53.
(22) On suppose que l'économie est fermée ou en régime de taux de change flottant pur.
(23) Sauf, possiblement,si l'impôt sur le revenu ne contient pas de clauses d'indexation à l'inflation.

produit à long terme plus d'inflation et souvent une diminution du revenu réel de ce même gouvernement[24]. La course souvent effrénée entre l'inflation monétaire et l'inflation des prix s'explique par ce phénomène, en particulier dans les pays d'Amérique latine. On comprend dès lors que cette forme de taxe porte le titre de "taxe par l'inflation".

La seconde raison découle du raisonnement précédent. Dans les pays industrialisés, les gouvernements ont tendance à considérer l'inflation comme un mal à éviter dans la mesure du possible. En conséquence, il serait surprenant qu'un gouvernement admette qu'il désire posséder une monnaie distincte dans le but d'acquérir l'instrument de "taxe par l'inflation". Dans les pays en voie de développement, dont la structure fiscale est très déficiente, il peut être en fait optimal d'utiliser cette forme de taxe pour financer des investissements publics. Cependant, dans une économie comme celle du Québec, il existe sûrement d'autres méthodes de taxation plus efficaces du point de vue social.

### 3.1.2 Economie ouverte et taxe par l'inflation

On doit remarquer ici que dans tout pays où la banque centrale détient une part de ses actifs constituée de devises étrangères sur lesquelles elle ne retire aucun (ou un faible) intérêt, il y a transfert du droit du seigneur vers le pays qui a émis ces devises. Ainsi, les pays détenteurs de "monnaie-clef " sur le plan international, peuvent financer en partie leur déficit de balance des paiements à même cette forme de taxe prélevée sur le plan international, en autant que les pays en surplus acceptent la monnaie de ces premiers pays comme réserves officielles. Ainsi, plus le coefficient de

(24) Le taux d'inflation qui maximise à long terme le "droit du seigneur" serait empiriquement très faible et possiblement négatif(Friedman, 1971).

.../48

réserves internationales appuyant la monnaie gouvernementale est élevé, plus important sera le transfert du droit du seigneur vers l'étranger. Cette analyse a des implications évidentes sur la possibilité pour le Québec de rapatrier du Canada l'instrument monétaire comme source de revenu. Tout d'abord, on peut faire remarquer qu'en taux de change fixe, le coefficient de réserves internationales servant à stabiliser la valeur externe de la monnaie devra être d'autant plus élevé que les risques de spéculation et,plus généralement,de variabilité de taux de change sont élevés. Ainsi, en autant qu'il existe un problème de confiance et en autant qu'on peut considérer l'économie du Québec ouverte et de taille modeste, on peut s'attendre à ce que ce coefficient (en dollars canadiens) soit assez élevé. Dans ce cas, le Canada pourra ainsi récupérer une partie importante de son droit seigneurial vis-à-vis du Québec.

Par ailleurs, on a vu qu'en taux de change fixe, la politique monétaire doit être assignée,à long terme,à l'équilibre de la balance des paiements. Elle ne peut donc pas servir à accroître les flux de revenus réels du gouvernement, du moins à long terme(25). En conséquence, ce n'est qu'en taux de change purement flottant,avec absence de coefficient de réserve en dollars canadiens,que le droit du seigneur payé au Canada pourrait être totalement rapatrié .

Cette analyse oublie cependant que les arrangements juridiques d'une union monétaire Québec-Canada peuvent impliquer un partage du droit du seigneur collectif entre les deux pays. Selon l'analyse des pages 5-6 , le Canada sera d'autant plus prêt à accepter ce partage qu'il existe des coûts réels importants pour le Canada hors Québec à l'adoption par le Québec d'une monnaie propre limitant les échanges entre les deux pays. Par ailleurs, la création d'une union monétaire produit une baisse du droit seigneurial que l'ensemble des pays formant l'union

(25) On étudiera les phénomènes de court terme dans la section suivante.

.../49

doivent payer aux pays possédant des monnaies-clefs(Mundell, 1974b). En effet, comme les chocs externes (à l'union) affectant la balance des paiements de chaque pays membre auront tendance à s'annuler(loi des grands nombres),il en résultera dans l'ensemble de ces pays,un besoin plus faible de devises étrangères que celui que nécessite la situation où chacun possède une monnaie distincte. Le gain en réserves internationales pourra donc être utilisé dans l'achat de produits (ou actifs) étrangers. Dans le cas de désintégration monétaire, l'argument est évidemment renversé: le Québec et le Canada pris ensemble alors devraient détenir au total plus de devises étrangères(dollars américains) en réserves qu'actuellement, ceteris paribus .

## 3.2 Monnaie comme outil de stabilisation(inflation-chômage)

Dans cette section, nous tenterons de répondre aux questions suivantes: 1) Existe-t-il un conflit à court et à long terme entre la lutte contre l'inflation et la lutte contre le chômage dans les économies domestiques; 2) quel peut-être l'impact de la politique monétaire sur l'inflation et le chômage en taux de change fixe et en taux de change flottant; et 3) dans le cas d'union monétaire, le gouvernement possède-t-il un éventail d'instruments économiques suffisamment puissants pour permettre l'atteinte des mêmes objectifs qu'en cas de monnaie distincte?

### 3.2.1 La relation entre l'inflation et le chômage

#### 3.2.1a) L'étude du long terme

Considérons d'abord une situation de long terme dans laquelle l'inflation est parfaitement bien anticipée,de sorte que les travailleurs et les détenteurs d'actifs financiers exigent et reçoivent une prime qui les protègent

.../50

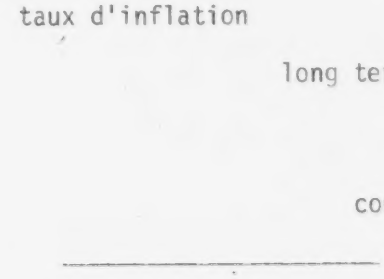
entièrement des effets redistributifs de l'inflation. Supposons de plus que le gouvernement indexe tous ses paiements de transfert ainsi que les taux d'imposition sur le revenu (de même que les exemptions et les déductions permises). Il est bien évident que dans ce cas,l'inflation ne produira aucun effet sur le secteur réel de l'économie (marché des biens et marché du travail) quel que soit son niveau, excluant l'effet très limité de la taxe par l'inflation(voir section 3.1.1). Ainsi,à long terme, il n'y a aucune relation entre l'inflation et le chômage: il existe une "dichotomie" entre les phénomènes monétaires et les phénomènes réels. Le taux de chômage correspondant à cette situation de long terme représente le chômage structurel et frictionnel de l'économie. Celui-ci dépend de facteurs réels tels que la démographie, le niveau d'éducation des travailleurs, l'information sur les emplois, les phénomènes saisonniers, les politiques de transfert du gouvernement(en particulier les régimes d'assurance-chômage et d'aide sociale), le progrès technologique, etc.....

3.2.1b) L'étude du court terme

En période de court terme, cependant, l'inflation peut ne pas être bien anticipée par le secteur privé, surtout lorsqu'elle est très variable. Dans ce cas, l'inflation produira des variations dans la structure des prix et des salaires domestiques. On peut s'attendre ainsi à ce que les salaires réels des travailleurs (ou leur croissance) soient touchés à la baisse par une hausse subite de l'inflation. Cette diminution des coûts réels du travail incitera les producteurs à engager un plus grand nombre de travailleurs de sorte que le chômage aura tendance à diminuer. Il peut donc exister à court terme une relation inverse entre l'inflation et le chômage due aux erreurs d'anticipations du secteur privé et plus généralement aux frictions d'ajustement sur les marchés. Cette situation s'évanouira cependant, à mesure que les travailleurs réaliseront leur erruer et exigeront l'indexation de leurs salaires: à long terme, la structure des prix et salaires reviendra à son niveau initial.

.../51

Quel sera la durée du court terme? Elle dépendra principalement de la rapidité avec laquelle les travailleurs réussissent à bien anticiper l'inflation. Par ailleurs, ceux-ci anticipent d'autant mieux l'inflation qu'ils ont subi dans le passé récent, des pertes importantes dues à celle-ci. Ainsi, en 1977, le court terme s'avère plus "court" en Amérique du Nord qu'en 1967, alors que les travailleurs n'avaient pas eu à développer des techniques de rattrapage raffinées, étant donné le faible niveau d'inflation de cette époque (2 à 3%). Dans les cas extrêmes d'hyperinflation, le court terme peut ne durer qu'une journée[26]. Le graphique ci-dessous illustre les relations à court et à long terme entre l'inflation et le chômage:




La courbe verticale implique l'absence de relation entre ces deux variables. $C^*$ représente le taux de chômage structurel et frictionnel de l'économie. La pente négative de la courbe de court terme implique une relation inverse entre l'inflation et le chômage.

### 3.2.2 Politique monétaire en taux de change fixe et flottant

#### 3.2.2a) Politique monétaire à long terme

L'analyse du long terme se base sur l'hypothèse de la parité des pouvoirs d'achat (voir section 2.2.2). Selon celle-ci, les fluctuations de taux de change reflètent l'écart entre l'inflation domestique et étrangère. Ceci

(26) Dans ce cas, il existera probablement une relation positive entre l'inflation et le chômage, à cause des effets sur l'emploi de la baisse importante de la productivité sociale de l'institution monétaire.

.../52

implique qu'en taux de change fixe, l'inflation domestique est (approximativement) égale à l'inflation étrangère. Si on suppose, de plus, que l'économie est de taille modeste, de sorte qu'elle n'a qu'un effet négligeable sur l'inflation étrangère, on obtient le résultat suivant: en situation de pseudo-union monétaire, une petite économie ne possède, à long terme, aucune autonomie sur l'inflation domestique: celle-ci est déterminée à l'étranger. La politique monétaire doit alors être assignée à l'équilibre de la balance des paiements(27). L'implication sur la relation inflation-chômage est claire: étant donné le chômage structurel et frictionnel $C^*$ et le taux d'inflation étranger, la relation dégénère en un point sur la courbe verticale de long terme. L'analyse du cas d'union monétaire pure est évidemment la même.

Par ailleurs, en régime de taux de change flottant pur, les autorités monétaires du pays peuvent choisir le niveau d'inflation qu'elles désirent. De plus, le taux de chômage restera à $C^*$, ceteris paribus. Cependant, le taux de change s'ajustera continuellement de façon à conserver la PPA. Ainsi le gouvernement devra nécessairement choisir entre la variabilité de la valeur interne de la monnaie et la variabilité de sa valeur externe. Quel que soit ce choix, il n'implique à long terme (mais non à court terme) aucun coût social réel (voir p. 29-30). L'analyse conduit cependant à un critère important de viabilité d'une union monétaire (pure ou non): les préférences des autorités gouvernementales concernant le niveau "désiré" ou "tolérable" d'inflation doivent être similaires dans l'ensemble des pays de l'union monétaire. L'union monétaire force les pays à posséder un taux d'inflation commun.

Frenkel(1975) souligne que l'expérience passée peut affecter de façon

(27) De façon équivalente, on dira qu'à long terme, la demande de monnaie domestique (déterminée par le comportement du secteur privé)détermine l'offre de monnaie

.../53

importante ces préférences: ainsi l'Allemagne et l'Angleterre possèdent des "goûts" différents pour l'inflation. Le premier pays redoute l'inflation de façon considérable à cause des effets catastrophiques de l'hyperinflation allemande qui a suivi la première guerre mondiale. Le second redoute plutôt le chômage. Les Anglais se rappellent en effet les niveaux de chômage extrêmement élevés qu'a subis leur pays durant les années vingt: ils sont donc prêts à accepter des hausses importantes d'inflation de façon à réduire (à court terme) le chômage domestique. De ce point de vue, ces deux pays ne sont pas candidats à une union monétaire satisfaisante, à moins qu'une négociation conduise à un compromis acceptable pour les deux parties.

L'application de ce critère au cas Québec-Canada hors Québec demeure beaucoup plus problématique: ces deux régions possèdent une expérience passée tout à fait identique en termes d'inflation puisqu'ils ont toujours fait partie d'une même union monétaire. Par ailleurs, le taux de chômage au Québec a toujours eu tendance à être plus élevé au Québec que dans la moyenne du pays. On pourrait ainsi être tenté d'affirmer que les Québécois accepteraient plus facilement une hausse de l'inflation domestique afin de diminuer le taux de chômage d'un pourcentage donné. Ceci pose cependant le problème de la sensibilité de l'inflation au taux de chômage à court terme (pente de la relation inflation-chômage). On montrera que celle-ci sera sensiblement plus grande en taux de change flottant (pur) qu'en taux de change fixe. Ceci aura des conséquences évidentes pour l'efficacité de la politique monétaire dans les deux régimes.

### 3.2.2b) Politique monétaire à court terme

En taux de change fixe, l'inflation étrangère limite de façon importante les possibilités de variations autonomes de l'inflation domestique, même en période de court terme. Le niveau de prix interne peut en effet diffi-

.../54

cilement diverger de façon très importante de la PPA (à cause de l'arbitrage international). En conséquence, on peut s'attendre à ce que, pour un taux d'inflation étranger donné, la sensibilité de l'inflation domestique au chômage domestique soit assez faible: la relation inflation-chômage de court terme tendra donc vers l'horizontale, dans une petite économie ouverte en taux fixe. On pourrait être tenté de conclure que,dans une telle économie, la politique monétaire pourra lutter efficacement contre le chômage à court terme sans affecter sensiblement l'inflation. Cette possibilité est cependant extrêmement limitée dans les économies dont les marchés financiers sont très intégrés avec l'extérieur.

Etudions, par exemple, le cas extrême de substituabilité et de mobilité parfaites des titres financiers. Dans ces conditions, l'économie conserverait continuellement la parité des taux d'intérêt (voir p.36-37). Supposons, de plus, que le secteur privé "croit" à la fixité du taux de change de sorte que les anticipations de variation de celui-ci sont nulles. Dans ce cas, le taux d'intérêt domestique sera égal au taux d'intérêt étranger (sur les titres équivalents). Dans un tel contexte, la politique monétaire domestique sera tout à fait inefficace dans la lutte contre le chômage (et contre l'inflation), même à court terme. En effet, toute hausse de la composante domestique de la monnaie gouvernementale engendrerait des pressions à la baisse sur le taux d'intérêt domestique entraînant ainsi une fuite nette de capitaux étrangers ($1 pour $1). En conséquence, le gouvernement devra accepter une baisse identique et en sens inverse de la composante extérieure de la monnaie gouvernementale (devises étrangères), afin de conserver le taux de change fixe.

Dès lors, la politique monétaire domestique ne peut affecter le taux

.../55

d'intérêt (et donc le chômage): elle n'influence que la composition de la base monétaire entre les réserves internationales et le crédit domestique (titres gouvernementaux détenus par la banque centrale). Un gouvernement qui persisterait dans l'adoption d'une politique monétaire expansionniste verrait tôt ou tard son stock de réserves étrangères réduit à néant.

La présence de substituabilité ou de mobilité imparfaite sur le marché des titres donnera par ailleurs au gouvernement une certaine discrétion dans la détermination (à court terme, du moins) du taux d'intérêt domestique. En particulier, dans le cas de mobilité imparfaite, une politique monétaire expansionniste pourra stimuler l'emploi par une baisse du taux d'intérêt. Cependant, plus la vitesse d'ajustement sur le marché financier sera rapide et plus les contraintes sur la vente des devises étrangères permettant de financer le déficit de la balance des paiements, seront limitées, plus le court terme sera "court". Les résultats empiriques montrent(Helliwell et Lester,1976) que cette vitesse d'ajustement(en absence de stérilisation)se révèle très rapide(moins d'un trimestre)dans le cas canadien. De plus,elle s'accroît avec le temps à cause de l'intégration de plus en plus grande des marchés financiers internationaux. En toute probabilité, une étude sur l'économie québécoise produirait des résultats similaires. En fait, les seuls pays occidentaux qui peuvent véritablement utiliser l'outil monétaire en taux de change fixe sont ceux qui n'ont pas de contraintes importantes au niveau du stock de réserves, i.e. les pays détenteurs de monnaies-clefs. Ces pays sont,de plus,de taille assez considérable pour affecter,en courte période, le taux d'intérêt international.

Selon cette analyse, la politique monétaire ne pourra affecter l'inflation et le chômage, dans une petite économie ouverte, que si le pays adhère à un régime de change flottant. Cependant, on peut s'interroger sur l'importance de cette

.../ 56

efficacité. Les études récentes(Dornbush et Krugman, 1977) montrent en effet la possibilité théorique et empirique qu'une politique monétaire expansionniste accroisse à la fois l'inflation et le chômage,à court terme. Cette possibilité est d'autant plus importante que l'économie est petite, ouverte et peu diversifiée.

L'explication théorique des répercussions "stagflationnistes" de la politique monétaire a été ébauchée dans la section 2.5.2.(p.39-40).Elle découle de l'hypothèse d'ajustement rapide des marchés financiers associée à celle d'ajustement assez lent des marchés de produits(compte courant). Ainsi, une politique monéta expansionniste, en taux flottant, produira une baisse du taux d'intérêt et du taux de change. La diminution du taux d'intérêt pourra stimuler la demande domestique mais seulement après certains délais (l'investissement réagit lentement aux variations d'intérêt). Par ailleurs, la baisse du taux de change augmentera la compétitivité du secteur extérieur de l'économie par une détérioration à court terme des termes de l'échange. Cependant, à court terme, la conjonction d'une hausse rapide du prix (en monnaie domestique) des importations et de la faible sensibilité des importations et des exportations en volume, produira une augmentation des dépenses nettes en importation du pays[28]. Il en résultera une baisse de la demande pour les produits domestiques (à moins que le secteur privé accepte de financer la hausse de ces dépenses par une baisse de l'épargne) et produira comme tel une hausse du chômage. Ainsi, si l'effet positif de la baisse du taux d'intérêt sur l'emploi est plus que compensé par ce phénomène, il en résultera un accroissement du chômage, à court terme. Il existe donc de l'incertitude quant à l'effet expansionniste d'une politique monétaire sur l'activité économique.

(28) Les économistes qualifient ce phénomène de "comportement en J" du compte courant de la balance des paiements. Il explique pourquoi la plupart des dévaluations sont suivies à court terme, non pas d'une amélioration,mais d'une détérioration de la balance commerciale extérieure (Angleterre 1967, États-Unis 1971 et 1977).

.../57

Dans ce cas, en effet, la somme des élasticités d'importation et d'exportation au taux de change est en général plus faible(voir p.40-41).

D'autre part, l'effet de la dévaluation du taux de change sur le niveau de prix (inflation à court terme) aura tendance à être d'autant plus élevé que le pays est petit, ouvert et peu diversifié. Les canaux par lesquels se produit la hausse des prix domestiques à court terme sont (a) les coûts des biens intermédiaires importés (b) les prix des importations de produits finis (c) les salaires. Nous ignorons l'effet de la demande agrégée car nous venons de montrer que cet effet ne joue qu'après un certain délai. Il est clair que 1) plus l'économie dépend de l'étranger, 2) plus le poids des biens intermédiaires et finis est élevé dans la mesure de l'indice des prix domestiques (dégonfleur implicite des prix) et 3) plus il est difficile de substituer les achats d'importation par des produits domestiques, plus l'effet de prix sera élevé. Par ailleurs, nous avons montré que la transmission de l'inflation via les salaires, était d'autant plus élevée que l'économie était ouverte et de taille modeste.

L'argument développé jusqu'ici nous porte donc à croire à la possibilité qu'en taux de change flexible, la politique monétaire détériore la relation inflation-chômage de court terme (déplacement vers la droite et le haut). Ceci nous conduit donc à nous interroger sur la possibilité d'empêcher une telle détérioration par l'adoption d'autres instruments que la politique monétaire.

### 3.2.3 Politique fiscale et lutte contre le chômage

Quelle que soit l'option monétaire d'une économie, celle-ci peut utiliser un éventail varié d'instruments fiscaux dans la lutte contre le chômage conjoncturel. Ainsi les politiques de réduction temporaire de taxes de vente,

.../58

de dégrèvement fiscal accéléré à fin de dépréciation des investissements, de diminution des taux d'imposition sur le revenu,ou de hausse des dépenses gouvernementales, peuvent stimuler temporairement l'économie. Certes, l'efficacité de chacune de ces politiques peut être différente. Ainsi, la politique de dépenses stimulera d'autant plus l'emploi que celle-ci est effectuée dans les secteurs où le coefficient d'importation est faible et que le coefficient (direct et indirect) main-d'oeuvre est élevé. Par ailleurs, la baisse d'impôt sur le revenu pourra affecter directement le chômage, puisqu'elle incitera les travailleurs à être moins exigeants dans les revendications salariales. D'autre part, le problème du financement des déficits gouvernementaux peut être fortement contraignant, du moins dans les petites économies ouvertes.

Ces constatations, associées à notre discussion sur l'inefficacité potentielle de la politique monétaire en taux flottant, nous conduit naturellement à considérer une combinaison intéressante de politiques fiscales et monétaires. Celle-ci consisterait à utiliser la politique fiscale dans la lutte contre le chômage et à l'accompagner d'une politique monétaire servant à maintenir stables le taux d'intérêt et le taux de change(Mundell(1971), Dornbush et Krugman(1976) ). Il est important de constater que cette politique peut être suivie par un pays qui adhère à une union monétaire pure. Dans ce cas cependant, l'ajustement monétaire sera automatique plutôt que discrétionnaire(voir p. 20-22).

Nous en arrivons donc à la conclusion que l'absence de monnaie distincte n'empêche nullement un pays de combattre le chômage conjoncturel (ou structurel): les instruments fiscaux (incluant les politiques de transfert ) peuvent suffire à la tâche,s'ils sont employés de façon adéquate. Ainsi, on doit attribuer les faibles performances de l'activité économique canadienne,non pas surtout à une carence monétaire mais à une carence fiscale de la politique conjoncturelle fédérale [29]. Le seul véritable gain que peut procurer une monnaie distincte au niveau des poli-

(29) On doit cependant modifier cette assertion,pour la période d'après 1975. En effet, depuis cette période, la politique monétaire canadienne ne vise plus systématiquement à stabiliser notre taux de change à l'intérieur de marges étroites de parité.

.../ 59

tiques de stabilisation est celui du contrôle de l'inflation à court et à long terme par une politique de croissance monétaire stable. Cependant, il est vraisemblable, comme on l'a vu à maintes reprises, que cette politique engendre des fluctuations importantes du taux de change. Ces mouvements engendrent comme tels des coûts de risque et d'incertitude qui seront d'autant plus élevés que l'économie est petite, ouverte et peu diversifiée. Néanmoins , ces variations de taux de change peuvent aussi produire des avantages sociaux réelssi les vitesses d'ajustement sur les marchés (et en particulier sur le marché du travail),face aux perturbations réelles et monétaires, sont plus rapides en taux de change flottant qu'en taux fixe ou en situation d'union monétaire pure. Cette question pose le problème du rôle du taux de change flottant comme stabilisateur automatique de l'économie (i.e. pour des politiques discrétionnaires données).

### 3.3 Monnaie et stabilisation automatique

Une analyse comparative de la capacité des différentes options monétaires à stabiliser l'économie se révèle très complexe. Elle implique en fait deux questions fondamentales: a) quelles sont les caractéristiques des marchés de l'économie b) quelle est la nature, la grandeur et la source (interne ou externe) des chocs qui les affectent. Selon les réponses à ces interrogations, l'un ou l'autre des régimes offrira les meilleures possibilités de stabilisation.

Nous avons montré au chapitre II( pp.36 - 38 ) que le taux de change était,à court terme,déterminé directement sur le marché des actifs financiers. Ce marché peut s'ajuster par les mouvements de capitaux financiers (ou de monnaie) ou par des changements de prix (taux d'intérêt ou taux de change). La stratégie d'analyse consiste donc naturellement à étudier 1) l'impact direct de la perturbation sur le marché financier 2) l'ajustement occasionné sur ce marché,

.../60

selon le régime de taux de change et 3) l'impact comparatif de cet ajustement sur l'activité économique (chômage).

Dans le cas où les perturbations sont nombreuses, d'intensité et de durée limitées et où elles se répartissent de plus de façon assez uniforme entre deux régions, celles-ci seront mieux servies par une monnaie commune que par des taux de change flottants(Mundell, 1973 ). En effet, dans la première option, les ajustements se feront automatiquement par des mouvements transitoires de capitaux financiers et monétaires sans affecter les prix ni les flux de biens échangés. L'analogie au fonctionnement des inventaires au sein de l'entreprise est évidente. Le partage des risques que permet ainsi l'adoption d'une monnaie commune peut provoquer un gain social important dans chacune des régions.

Par ailleurs, dans la situation où les chocs qui affectent les deux régions sont d'intensité importante et proviennent essentiellement d'une seule région, la région dont l'économie interne est plus stable peut gagner à utiliser un taux de change flottant. Considérons de façon plus concrète le cas Canada-Etats-Unis. Ce dernier pays possède une monnaie-clef. Ceci lui confère une grande autonomie dans l'élaboration de sa politique monétaire. En conséquence, les chocs monétaires provenant des Etats-Unis se révèlent sûrement plus fréquents et plus considérables que ceux qui proviennent du Canada. Etudions , par exemple,le cas d'une politique monétaire américaine restrictive. En taux de change fixe (ou monnaie commune), la hausse du taux d'intérêt américain produira automatiquement une hausse du taux d'intérêt canadien (baisse automatique du stock de monnaie) et transmettra donc le choc monétaire sur l'économie canadienne. Par ailleurs, en taux flottant, il se produira, ceteris paribus, une dépréciation du dollar canadien. L'isolement de l'économie canadienne à cette perturbation peut cependant être très

.../61

faible, à court terme du moins. En effet, on a vu qu'une dépréciation pouvait ralentir l'activité économique dans le cas où les flux physiques des biens importés et exportés réagissent faiblement au taux de change (effet de courbe en J). Par ailleurs, on peut s'attendre à ce qu'une partie de la hausse du taux d'intérêt américain soit transmise sur le taux d'intérêt canadien, même en taux flexible. Ce phénomène implique paradoxalement que l'économie canadienne sera stimulée, pour un stock de monnaie domestique donné. En effet,cette hausse du taux d'intérêt produira une baisse de la demande monétaire et en conséquence une hausse des dépenses domestiques en biens et services.

Si la perturbation provenant des Etats-Unis est réelle et n'affecte pas le taux d'intérêt américain(e.g. baisse des importations provenant du Canada,suite à une réglementation américaine), il se produira une variation du taux de change. Cependant, celle-ci isolera mal et pourra même accentuer l'impact du choc sur l'économie canadienne à cause de l'effet à court terme de la courbe en J. Si cette perturbation affecte le taux d'intérêt, on devra aussi tenir compte de cette variation sur le taux de change dans l'étude de la transmission du choc sur l'économie canadienne.

Deux conclusions émergent de notre discussion : 1) la flexibilité du taux de change ne peut abolir l'interdépendance entre les pays dans un monde dominé par une intégration élevée des marchés financiers. 2) Par ailleurs, les pays qui sont affectés en général par les mêmes perturbations extérieures seront mieux servis par une monnaie commune. Dans ce cas, les politiques discrétionnaires de stabilisation pourraient en effet être mutuellement en harmonie de façon à satisfaire les besoins de l'ensemble des partenaires de l'union(Frenkel, 1976).

Cette dernière conclusion a des implications intéressantes sur le cas

.../62

québécois: en autant que les chocs qui affectent le Québec et le Canada hors Québec sont similaires et proviennent de l'extérieur de ces deux régions, celles-ci gagneront à conserver l'union monétaire du point de vue de la stabilisation économique. Elle exige aussi une harmonisation des politiques fiscales conjoncturelles. Dans un sens, la souveraineté fiscale du Québec pourrait paradoxalement accroître cette harmonie, étant donné l'absence de volonté politique du fédéral à bien coordonner ses instruments fiscaux de façon à servir optimalement chacune des régions du Canada.

L'analyse amène, de plus, certaines considérations à propos de l'adoption par le Québec d'une monnaie distincte associée à un régime de taux de change fixe. La question fondamentale qu'on devrait alors se poser est la suivante: par rapport à quelle monnaie le Québec aurait-il avantage à fixer sa monnaie? Jusqu'ici on a supposé, sans justification analytique, que le partenaire du Québec dans une union ou pseudo-union monétaire hypothétique, serait le Canada hors Québec. Qu'en est-il de la possibilité, pour le Québec, de s'associer monétairement aux Etats-Unis? Il est essentiel de remarquer ici qu'en autant que le Canada hors Québec stabilise sa monnaie vis-à-vis le dollar américain, les effets macroéconomiques de la stabilisation du dollar québécois en terme du dollar canadien ou du dollar américain seront tout à fait identiques. Nous avons déjà souligné(p.34) que jusqu'à tout récemment, la Banque du Canada avait adopté cette politique.

La question de la formation d'une union monétaire Québec-Etats-Unis ne se pose vraiment que si le Canada hors Québec laissait fluctuer son taux de change vis-à-vis les Etats-Unis. Cependant, en autant que ces fluctuations jouent véritablement un rôle positif dans la stabilisation économique et en autant que le Québec partage les mêmes objectifs d'inflation que le Canada hors Québec, le

.../63

Québec aura avantage à fixer sa monnaie en termes du dollar canadien. On peut s'attendre en effet qu'un comportement efficace de la Banque du Canada vis-à-vis des perturbations étrangères, soit aussi efficace pour le Québec que pour le reste du Canada. Une politique de dépréciation ou d'appréciation du dollar québécois en termes du dollar canadien, face à une perturbation étrangère affectant les deux régions, serait inefficace: on ne ferait qu'exporter le chômage du Québec dans l'autre région. Ceci produira automatiquement des représailles économiques de la part du Canada hors Québec.

De toute façon, nous avons démontré que l'union économique pure était plus avantageuse socialement que la pseudo-union monétaire. En ce sens, l'optimalité pour le Québec, s'il désire garder constante la valeur de sa monnaie en dollar canadien, consiterait à garder le statu- quo au niveau du régime monétaire tout en participant à l'élaboration de la politique monétaire du Canada.

.../64

Conclusion: souveraineté politique et souveraineté monétaire

Notre conclusion sera brève puisque nous avons déjà présenté les propositions centrales de notre étude dans le chapitre d'introduction (p. 10-11). Le corollaire le plus pertinent de ces propositions concerne l'option monétaire optimale des économies de petite taille et qui sont fortement intégrées (marché des biens et du capital) à l'étranger. Il découle de notre analyse que ces économies seraient mieux servies par l'option d'union monétaire pure avec les partenaires commerciaux et financiers que par l'option de monnaie distincte, en particulier lorsque cette option est associée à un régime de taux de change flottant. En effet, dans ces économies, le flottement de la monnaie serait fortement limité par la présence de monnaies compétitives. De plus, les faibles gains en terme de stabilisation économique (discrétionnaire ou automatique) qui pourraient en découler ne compenseraient pas les coûts sociaux élevés des fluctuations du taux de change.

Cet argument pose cependant le problème du lien entre la souveraineté politique et la souveraineté monétaire. Plusieurs pays considèrent que la présence d'une monnaie domestique constitue un symbole essentiel de la souveraineté politique. En réponse à cette critique, nous pouvons affirmer qu'une économie petite et ouverte accroît ses chances de posséder une véritable souveraineté monétaire lorsqu'elle s'associe monétairement à d'autres pays de façon à accroître l'importance de la zone monétaire. L'isolement monétaire d'un pays ne peut conduire qu'à une diminution effective de cette souveraineté. A ce sujet, on peut croire, par exemple, que la souveraineté monétaire des pays européens pourrait augmenter de façon importante(vis-à-vis les Etats-Unis) par la création d'une monnaie européenne ou du moins d'un bloc monétaire uni par un régime de taux de change fixé de façon permanente(pseudo-union).

# BIBLIOGRAPHIE


ALIBER, Robert Z., The Firm under pegged and floating exchange rates. The Scandinavian Journal of Economics, vol. 78, no.2, 1976, pp. 309-321.

----------, Monetary interdependence under fixed and floating exchange rates. Presented at the Helsinki Conference on the Monetary Mechanism in Open Economies, août 1975.

ARMINGTON, Paul S., "Adjustment of trade balances: Some experiments with a trade among many countries", IMF Staff Papers, 17, novembre 1970, pp. 488-526.

COURCHENE, Thomas J., Money, Inflation and the Bank of Canada, C.D. Howe Research Institute, 1976.

DORNBUSH, Rudiger, The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy. The Scandinavian Journal of Economics, vol. 78, no.2, 1976, pp.255-275.

DORNBUSH, Rudiger, and KRUGMAN, Paul, Flexible exchange rates in the short run. Brookings Papers on Economic Activity, 3:1976, pp. 531-584.

FIELKE, N.S., Exchange rate flexibility and the efficiency of foreign exchange markets. Federal Reserve Board, Discussion Paper 44, avril 1974.

FORTIN, Pierre, A Study of Bank of Canada Behavior: 1962-1973, Thèse de doctorat, Université de Californie, Berkeley, 1975.

FRENKEL, J.A. et R.M. LEVICH , Covered interest arbitrage: unexploited profit opportunities. Journal of Political Economy, April 1975.

FRENKEL, J.A., A Monetary Approach to the exchange rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. The Scandinavian Journal of Economics, vol. 78, no.2, 1976, pp. 200-224.

FRIEDMAN, M., The case for flexible exchange rates. In Essays in Monetary Economics, Chicago, 1953.

----------, Government revenue from inflation, Journal of Political Economy, juillet 1971.

GENBERG, H., "Aspects of the Monetary Approach to Balance-of-Payments Theory, An Empirical Study of Sweden", in The Monetary Approach to the Balance of Payments, J.Frenkel, H.G. Johnson, éditeurs, London, 1975.

GRUBEL, Herbert G., "The case for optimum exchange rate stability", Weltwirtschtliches Archiv, 1973, pp. 351-381.

MUSSA, Michael, "The exchange rate, the balance of payments and monetary and fiscal policy under a regime of controlled floating", The Scandinavian Journal of Economics, vol. 78, no.2, 1976, pp. 229-248.

NAPPI, Carmine, "La souveraineté, la structure d'exportation et le choix d'une politique commerciale pour le Québec", dans Economie et Indépendance, Les Editions Quinze, 1977.

ORCUTT, Guy H., "Exchange rate adjustment and the relative size of the depreciating bloc", Review of Economics and Statistics, 37, février , 1955, p. 1-11.

PARKIN, Michael, "Monetary Union and Stabilization Policy in the European Community", Banca Nazionale del Lavoro, 1976.

SCHADLER, Susan, "Sources of Exchange Rate Variability: Theory and Empirical Evidence, International Monetary Fund Staff Papers, 1977.

TOWER, Edward et Thomas D. WILLETT,"The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility, Special Papers in International Economics", International Finance Section, Princeton University, 1976.

WILLETT, Thomas D. et Edward TOWER, "The Welfare Economics of International Adjustment" , Journal of Finance, 26, mai 1971, p. 287-302.

Achevé d'imprimer à
Québec en décembre 1978, sur
les presses du Service des impressions en régie
du Bureau de l'Éditeur officiel
du Québec

L'ÉDITEUR OFFICIEL DU QUÉBEC
**SERVICE DES IMPRESSIONS EN RÉGIE**
**Décembre 1978**